UTJECAJ BUNDESBANKE NA INSTITUCIONALNO OBLIKOVANJE ECB-a

Šitum, Jelena

Master's thesis / Diplomski rad

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:079367

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

UTJECAJ BUNDESBANKE NA INSTITUCIONALNO OBLIKOVANJE ECB-a

Mentor:
prof.dr.sc. Mario Pečarić

Studentica:
mag.ing.arh. Jelena Šitum

Split, svibanj, 2017.

SADRŽAJ

1. UVOD....3
   1.1. Problem istraživanja....3
   1.2. Predmet istraživanja....7
   1.3. Ciljevi istraživanja....7
   1.4. Istraživačke hipoteze....8
   1.5. Metode istraživanja....8
   1.6. Doprinos istraživanja....8
   1.7. Struktura diplomskog rada....9
2. UTJECAJ BUNDESBANKE NA MONETARNU POLITIKU EUROPSKIH ZEMALJA PRIJE EMU-A
   2.1. Proces stvaranja zajedničke monetarne politike....10
   2.2. Institucionalne karakteristike monetarne politike Bundesbanke do ulaska u EMU....19
3. INSTITUCIONALNO OBLIKOVANJE ECB-A I UTJECAJ BUNDESBANKE....26
   3.1. Odabir strategije monetarne politike....29
   3.2. Utjecaj Bundesbanke na izbor instrumenata monetarne politike ECB-a....33
   3.3. Neovisnost i transparentnost ECB-a i Bundesbanke....35
4. TENDENCIJA DALJNJEG INSTITUCIONALNOG RAZVITKA ECB-A I ULOGA NJEMAČKE....39
   4.1. Pregled istraživanja o „hipotezi njemačke dominacije“…….....39
   4.2. Tendencije daljnjeg razvitka institucionalne strukture ECB-a....43
5. ZAKLJUČAK....49
6. LITERATURA....52
   SAŽETAK
   SUMMARY
   POPIS SLIKA, ILUSTRACIJA I GRAFIKONA

1. UVOD

1.1. PROBLEM ISTRAŽIVANJA

Kreiranje novih institucija kao što je Europska centralna banka bio je jedan od najzahtjevnijih pothvata u procesu europske integracije. U procesu kreiranja Europske centralne banke bilo je nužno odgovoriti na osnovna pitanja kao što su: koliko neovisna mora biti centralna banka, na koji način će se donositi odluke, koji je optimalan broj donositelja odluka, odrediti osnovne smjernice monetarne politike, te kako će preferencije žitelja eurozone biti reflektirane na monetarnu politiku ECB-a?

Imajući na umu različite preferencije centralnih bankara, te činjenicu da su se politički ciljevi centralnih bankara referirali na izbor monetarne politike ECB-a, postavlja se pitanje: kako je postignut konsenzus, te zašto je model Bundesbanke preuzet na samom početku za model institucionalnog aranžmana Europske središnje banke?

Prilikom donošenja odluka u procesu kreiranja nove institucije Europske Centralne banke, bitnu ulogu odigrale su povijesne, kulturne okolnosti i reputacija. Njemačka je odigrala dominantnu ulogu u procesu europske integracije od samih začetaka ideje ujedinjene Europe. Utjecaj na europska monetarna pitanja Njemačka ima, ne samo zbog veličine svog gospodarstva, već i zbog uspjeha njemačke središnje banke u provođenju njemačkog gospodarskog oporavka. Također, Bundesbanka je bila u središtu monetarnog režima „Snake“, a zatim i EMS-a što je olakšalo njemačkoj središnjoj banci da zagovara svoje stavove o tome kako provoditi monetarnu politiku, a zahvaljujući odličnim rezultatima i kredibilitetu mnoge su države kao Austrija i Nizozemska, direktno vezale svoje valutne tečajeve sa Njemačkim te samim time prihvatile njemačku monetarnu politiku.

Kredibilitet i moć Bundesbanke na europskoj sceni rapidno raste sredinom sedamdesetih godina zbog uspjeha koji je Bundesbanka imala u održavanju stabilnosti cijena i drugih pozitivnih ekonomskih rezultata u poslijeratnoj Njemačkoj. Iz navedenoga možemo zaključiti kako je Bundesbank model poslužio kao primjer i u ustroju monetarne politike ECB-a, sa manjim promjenama, te kako su prijedlozi nositelja politike Bundesbanke u završnoj fazi Ekonomske i monetarne unije prihvaćeni i provedeni prilikom ustroja ECB-a. U mnogobrojnim radovima, autori su istraživali utjecaj Bundesbanke na formiranje institucionalnog okvira ECB-a kako slijedi:

Dyon (2012.) u svom radu istražuje jedinstveni položaj, filozofiju politike i politički aspekt institucije Bundesbanke. Politička dimenzija Bundesbanke utjecala je na mnoge odluke monetarne politike u Europi, te proces kreiranja Europske centralne banke. Dyon smatra da su kulturne i povijesne okolnosti bitno utjecale na ekonomske misli i uvjerenja, te samim time i monetarnu politiku koja ne može biti izolirana od utjecaja politike niti od utjecaja kulturnih specifičnosti.

Reade i Volz (2011.) preispituju neovisnost monetarne politike europskih zemalja u godinama prije EMU-a. Neovisnost monetarne politike definiraju kao sposobnost zemlje da postavi vlastitu monetarnu politiku putem kamatne stope. U svom radu uspoređuju Njemačku s nekolicinom europskih zemalja, te procjenjuju da li je Njemačka bila dominantna europska zemlja i prije EMU-a. Rezultati istraživanja pokazuju da je Njemačka i prije EMU-a imala monetarnu politiku koju su slijedile ostale europske zemlje (osim Bank of England), te da su iste zemlje napustile monetarnu samostalnost i prije ulaska u EMU, dok Njemačka ulaskom u EMU gubi monetarni suverenitet i vlastitu valutu, a dobiva zajedničku valutu i središnje mjesto u Upravnom vijeću.

Petrova (2010.) se u svom istraživanju referira na „**German Dominance Hypothesis**“ (GDH) hipotezu da Njemačka ima dominantnu ulogu u donošenju odluka u ECB-u, kao glavne razloge navodi sličnost centralnih banaka, te iste ciljeve. ECB naziva „sestrom blizankom“ Bundesbanke. Ovaj rad potvrđuje „German Dominance Hypothesis“. Petrova zaključuje kako Njemačka ima privilegiranu ulogu u Eurozoni, te ima značajnu ulogu u procesu odlučivanja što rezultira time da Njemačka značajno promiče svoje interese.

Debrun (2001.) u svom radu proučava uvjete pod kojima dvije različite zemlje mogu usvojiti zajedničku središnju banku koja se ponaša u skladu s društvenim preferencijama samo jedne od njih - ono što zovemo „hipotezom sestre blizanke“ (TSH). Vrsta „središnje banke“ na taj način se odnosi na relativnu vrijednost koja se daje društvenim sklonostima svake zemlje u zajedničkoj ciljnoj funkciji banke. Debrun pri tom koristi pristup na dvije razine. Na prvoj razini, reprezentativna tijela pregovaraju o vrsti zajedničke središnje banke koja bi bila zadužena za igru. „Nash-ovo pregovaračko rješenje“ osigurava da svi sudionici dobiju „pravedan udio koristi Europske monetarne unije“. Zanemaruju se konkretni institucionalni načini usvojeni kako bi se postiglo ovo rješenje. Definicija vrste Europske središnje banke može odražavati bilo koje relevantne institucionalne značajke: statut,

kombinaciju inicijalnog izbora imenovanja i proizašla formalna ili neformalna pravila koje su usvojili imenovani na početku Europske monetarne unije.

Jedan od najzaslužnijih ljudi za oblikovanje modela monetarne politike ECB-a bio je Otmar Issing glavni ekonomist ECB-a i glavni ekonomist Bundesbanke od 1990. do 1994. godine. Issing je smatrao kako bi imperativ trebala biti preventivna borba protiv inflacije. Strategija monetarne politike ECB-a službeno je objavljena 13. listopada 1998. Model monetarne politike ECB-a mješavina je „Bundesbank modela" i svojevrsno poboljšanje na temelju iskustva Bundesbanke i stvarnosti monetarnih uvjeta u Europi (Kaltenthaler, 2005.).

Upravno vijeće Europske središnje banke složilo se oko glavnih elemenata strategije monetarne politike, a to su: kvantitativna definicija stabilnosti cijena; važna uloga nadzora količine novca koju predstavlja monetarni agregat i široka procjena mogućeg kretanja cijena. Do 2003. godine Europska centralna banka provodi monetarnu strategiju ciljanja monetarnih agregata M3, jer se stopa rasta M3 smatra kompatibilnom sa cjenovnom stabilnošću u srednjem roku. Oslanja se na tradiciju Bundesbanke kao tipično monetarističke središnje banke. Ova strategija monetarne politike bila je dizajnirana na dva stupa, ekonomska analiza i monetarna analiza.

Brojni su razlozi zbog kojih je model Bundesbanke poslužio kao primjer modelu ECB-a. **Kirstin Hubrich (2001**) smatra da je njemački monetarni sustav dobar primjer za Europski monetarni sustav iz četiri razloga:

- gospodarski subjekti u Njemačkoj uvijek će imati značajnu ulogu u oblikovanju monetarne politike EU (Njemačka je najmoćnija ekonomija u Zajednici)
- Njemačka je odigrala značajnu ulogu u oblikovanju europskog monetarnog sustava, jer je njemačka marka bila u centru tog režima kao sidro valuta
- Europska središnja banka (ECB) uglavnom je napravljena po uzoru na njemačku Bundesbanku
- zahvaljujući uspjehu njemačke monetarne politike, ECB je dao istaknutu ulogu novcu u svojoj monetarnoj politici

Kao glavne motive zbog kojih bi Europska centralna banka prihvatila „Bundesbank model" možemo rezimirati sljedeće:

- Njemačka je oduvijek pokazivala svoju dominantnu poziciju na svim razinama gospodarskog života Europske zajednice. Uspješno prebrodivši poslijeratnu

krizu postala je primjer ostalim zemljama, te postavila svoju valutu na dominantan položaj u Europi. Uz snažnu centralnu banku i monetarni sustav.

- Njemačka je odigrala ključnu ulogu u procesu pregovora o stvaranju Europske monetarne unije.
- Nova institucija ECB-a, preuzela je „Bundesbank model“ kao rezultat velikog uspeha Bundesbanke, u nadi da će se preuzimanjem „Bundesbank modela“ taj uspjeh replicirati.

Iako je ECB preuzela Bundesbank model, takav model nije mogao biti jednostavno samo primijenjen zbog bitnih razlika između Njemačke i euro zone. Postojeće razlike u gospodarskim kretanjima unutar euro zone i heterogenost regija predstavljaju veliki izazov monetarnoj politici ECB-a, te predstavljaju bitne razlike u odnosu na Njemačku. Različita veličina valutnog područja također predstavlja izazov za monetarnu politiku jer ECB mora istodobno osigurati učinkovitost i odluke koje su u interesu cjelokupnog valutnog područja. Proširenje Europske ekonomske i monetarne unije također predstavlja bitne promjene u okviru kojih se treba reagirati.

Problem ovog istraživačkog rada je utjecaj Bundesbanke na institucionalni ustroj ECB-a. Model monetarne politike ECB-a ima odlike Bundesbank modela ali je i svojevrsno poboljšanje u odnosu na Bundesbank model na temelju iskustva Bundesbanke i stvarnosti monetarnih uvjeta u Europi (Kaltenthaler, 2005).

Mnogi znanstvenici i političari smatrali su da će Europska središnja banka biti klon ili „sestra blizanka“ njemačke Bundesbanke. Njemačka središnja banka ima neporeciv utjecaj na kreiranje Europske centralne banke, te se postavlja pitanje u kojoj je mjeri ECB preslika Bundesbanke, a u kojoj mjeri nova institucija, te zašto su uvedene inovacije u strategiju monetarne politike Bundesbanke. Gubi li Njemačka dominaciju u provođenju monetarne politike ECB-a?

1.2. PREDMET ISTRAŽIVANJA

Njemački „Bundesbank model“ je zbog svoje pouzdanosti i dobre reputacije središnje banke i njemačke marke kao jedne od vodećih svjetskih valuta, predložen za model institucionalnog aranžmana Europske središnje banke. Bundesbanka je bila vrlo aktivna u pregovorima o uspostavi Europske monetarne unije koja je dovela do izvršenja Ugovora iz Maastrichta i određivanja kriterija za sudjelovanje u EMU-u. Predmet istraživanja je analiza utjecaja modela Bundesbanke na kreiranje modela djelovanja ECB-a.

1.3. CILJ ISTRAŽIVANJA

Osnovni ciljevi ovog istraživačkog rada su sljedeći:

1. Objasniti utjecaj Bundesbanke na institucionalno kreiranje ECB-a.
2. Analizirati razloge zbog kojih je ECB strukturirana pod utjecajem Bundesbanke

Pomoćni ciljevi ovog istraživačkog rada su sljedeći:

1. Predočiti povijesni pregled od ideje Ujedinjene Europe do kreiranja ECB-a i ulogu Njemačke
2. Analizirati razloge utjecaja Bundesbanke na kreiranje Europske centralne banke
3. Analizirati razlike Europske centralne banke u odnosu na Bundesbanku

1.4. ISTRAŽIVAČKE HIPOTEZE

Utjecaj Bundesbanke na institucionalno oblikovanje ECB-a značajan je za formiranje ECB-a. Uzimajući u obzir navedeni problem i predmet istraživačkog rada postavlja se sljedeća hipoteza:

H1: Temeljni razlozi za prihvaćanje modela Bundesbanke od strane ECB-a bili su: dobra reputacija Bundesbanke; Njemačka je odigrala značajnu ulogu u oblikovanju europskog monetarnog sustava, jer je njemačka marka bila u centru tog režima kao sidro valuta; s obzirom na dominantnu ulogu Njemačke prihvaćen je model Bundesbanke.

H2: Potvrđuje se „teza o njemačkoj dominaciji“ u provođenju zajedničke monetarne politike.

1.5. METODE ISTRAŽIVANJA

U radu će se za osim općih metoda znanstvenog istraživanja koristiti i empirijske metode istraživanja sukladne predmetu istraživanja i zadanoj hipotezi. Prvenstveno proučavanjem modela, podataka i spoznaja dosadašnjih istraživanja, a na temelju definiranog problema i predmeta istraživanja, prihvatit će se ili odbaciti predložena hipoteza, odnosno pojedinačno pomoćne hipoteze. U tu svrhu koristit će se grafički i tabelarni prikazi.

1.6. DOPRINOS ISTRAŽIVANJA

Doprinos ovog istraživanja ogleda se u sljedećem:

- Daje se kritički pregled utjecaja Bundesbanke na institucionalno oblikovanje ECB-a s posebnim tematiziranjem „German Dominance Hypothesis“
- Analiziraju se faktori divergencije institucionalne strukture ECB-a uzimajući u obzir heterogenost eurozone
- Analiziraju se tendencije daljnjeg razvitka institucionalne strukture ECB-a

1.7. STRUKTURA DIPLOMSKOG RADA

U uvodnoj (prvoj) cjelini ovog rada objašnjava se problem, predmet i ciljevi istraživanja. Drugi dio rada odnosi se na utjecaj Bundesbanke na monetarnu politiku europskih zemalja prije EMU-a, odnosno na povijesni pregled i teorijsku analizu utjecaja Njemačke od začetaka ideje ujedinjene Europe do osnutka Europke centralne banke.

U trećem dijelu rada teorijski će se obraditi proces institucionalnog oblikovanja ECB-a i utjecaj Bundesbanke u tom procesu.

Četvrti dio rada pruža uvid u analizu razlika ECB-a u odnosu na Bundesbanku. Analiza će uključivati pregled relevantne literature, znanstvene činjenice i spoznaje, te teorije i modele kojima se dokazuje ispravnost i istinitost postavljenih hipoteza. Ovaj dio rada uključuje i postavke analize uz rezultate istraživanja, uz širu interpretaciju rezultata s obzirom na definirane istraživačke hipoteze i ciljeve istraživanja.

Posljednje, peto poglavlje u obliku zaključka, sadrži završna razmatranja uz kritički osvrt, sintezu rezultata istraživanja i svih relevantnih spoznaja, znanstvenih činjenica i teorija. Na kraju rada nalazi se popis korištene literature i sadržaj.

2. UTJECAJ BUNDESBANKE NA MONETARNU POLITIKU EUROPSKIH ZEMALJA PRIJE EMU-A

2.1. PROCES STVARANJA ZAJEDNIČKE MONETARNE POLITIKE

Njemačka je oduvijek pokazivala svoju dominantnu poziciju na svim razinama gospodarskog života Europske zajednice (Mikhel, 2012). Ideja o ujedinjenoj Europi već je stoljećima prije zaokupljala mislioce i filozofe, no od prve pojave ove ideje do početka njene realizacije trebalo proći dosta vremena kako bi sazreli uvjeti za njeno šire prihvaćanje. Trebalo je vremena da političke elite europskih država shvate kako proces izgradnje ujedinjene Europe može postati sredstvom uspostave trajnog mira i stabilnosti u Europi.

Francuski ministar vanjskih poslova Robert Schuman zagovarao je sporazum sa Njemačkom te je 9. svibnja 1950. godine održao govor prema prijedlogu Jeana Monneta u kojem predlaže da Francuska, Savezna Republika Njemačka i bilo koja druga europska zemlja koja im se želi pridružiti, ujedine svoje izvore ugljena i čelika. *Robert Schuman (1950.): „Europa se ne stvara jednim udarcem niti putem sveukupne konstrukcije: ona se stvara konkretnom realizacijom, stvarajući prvo solidarnost čina. Ujedinjenje europskih nacija zahtijeva eliminaciju vjekovnih suprotnosti Francuske i Njemačke; poduzete akcije trebaju se prvo odnositi na čelnike Francuske i Njemačke“*

Europska zajednica za ugljen i čelik osnovana je 1951. godine između šest država (Francuske, Njemačke, Italije, Belgije, Nizozemske i Luksemburga). Zadatak joj je bio osigurati slobodnu trgovinu ugljena i čelika, zajedničkom upravom i propisima zaštititi proizvodnju, te regulirati konkurenciju, a u slučajevima ozbiljne krize omogućiti kontrolu cijena i proizvodnje (Mintas-Hodak, 2004). Ovaj događaj bio je prvi korak prema stvaranju Europske unije. Sljedeći bitan korak prilikom stvaranja Europske Unije i formiranja ekonomske politike bio je osnivanje Europske zajednice za atomsku energiju i osnivanje Europske ekonomske zajednice. Ugovor o osnivanju **Europske zajednice za atomsku energiju** (Euroatom ili EA) koji je usmjeren prema stvaranju nužnih uvjeta za brz razvoj atomske energije (istraživanja i razvoj), njenu distribuciju u okviru država članica i prodaju viškova na međunarodnom tržištu (Pečarić i ostali, 2006). **Europska ekonomska zajednica** predviđala je ostvarenje dva važna koraka na putu ekonomske integracije europskih država, a to su: stvaranje carinske unije i potom zajedničkog tržišta između država članica Ugovora.

Prema Čl. 2. Ugovora, zadatak EEZ-a je bio da osnivanjem zajedničkog tržišta i postupnim usklađivanjem ekonomskih politika država članica unutar čitave Zajednice unaprijedi ravnomjeran razvoj gospodarskih djelatnosti, stalan i uravnotežen prirodni razvoj, veću stabilnost, brži porast životnog standarda i bliskije odnose među državama Zajednice (Sošić, 2008). Rimski sporazum nije imao ambicije kreirati ekonomsku i monetarnu uniju. Ograničio se na nekoliko općih principa koji se odnose na koordinaciju ekonomskih i monetarnih politika potrebnih za funkcioniranje zajedničkog tržišta (Kandžija i Cvečić, 2011). Autorima Rimskog sporazuma bilo je od početka teško predvidjeti korektne mjere monetarne politike i zbog toga su ciljevi bili usmjereni na zajedničko tržište, a ne na ekonomsku i monetarnu uniju (Kandžija i Cvečić, 2011).

Za svaku od novih Zajednica ustanovljeni su posebno Vijeće i posebna Komisija, ali su sve tri Zajednice imale istu Skupštinu i Sud. Stvaranje jedinstvene Skupštine i Suda za sve tri Zajednice ostvareno je posebnim ugovorom, Konvencijom o nekim institucijama zajedničkim za Europsku zajednicu, koja je stupila na snagu istog dana kada i Ugovori o EZ i Euroatom (Pečarić i ostali, 2006). 1967. godine stupio je na snagu **Ugovor o udruživanju** prema kojemu Europska zajednica za ugljen i čelik, Europske zajednice za atomsku energiju i Europska ekonomska zajednica dobivaju zajedničke institucije i proračun.

Razgovori o stvaranju monetarne unije započeli su krajem šezdesetih godina, a Bundesbanka je bila vrlo aktivna u pregovorima o uspostavi Europske monetarne unije. Mikhel (2012) navodi da su se 1969. godine zemlje članice usuglasile uspostaviti **Wernerov odbor** (premijer Luksemburga, Pierre Werner bio šef povjerenstva) sa predstavnicima svih zemalja članica Europske unije (Francuska, Njemačka, Italija, Belgija, Nizozemska i Luksemburg). Wernerov odbor je kao osnovnu zadaću imao dogovor oko plana razvitka monetarne unije. Barrov plan od 4. ožujka 1970. i Wernerovo izvješće 8. kolovoza 1970. predložili su etapnu realizaciju ekonomske i monetarne unije Zajednice. Nakon prijedloga Komisije inspirirane Wernerovim izvješćem, Vijeće i predstavnici vlada zemalja članica predložili su 1971. godine su rezoluciju kojom se uvodi ekonomska i monetarna unija po etapama, i to retroaktivno od 1. siječnja 1971. Godine (JOC, 1971).

Sedamdesete godine obilježene su lošim gospodarskim zbivanjima koji su bili rezultat ratova na Bliskom istoku, prve naftne krize, kolapsa Bretton-Woods sustava… Naftna kriza 1973. godine izazvala je ekonomsku recesiju u državama EZ-a, te veliku inflaciju. Bundesbanka dodatno povećava svoj kredibilitet ovih godina zbog dobre reakcije na naftnu

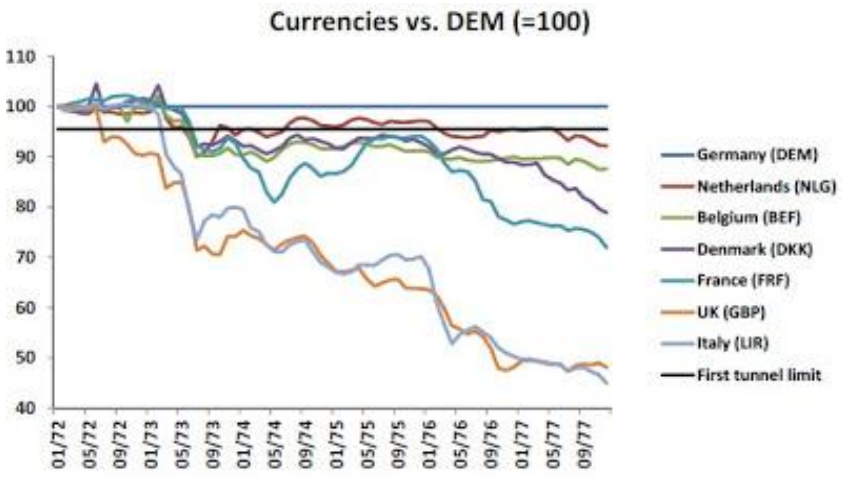
krizu i relativno dobrog uspjeha pri kontroliranju inflacije. Raspad Bretton-Woods sustava rezultirao je opasnom flukturiranju svih europskih valuta. Europska komisija je 1977. godine predložila formiranje Europskog monetarnog sustava (*European Monetary* System-EMS) kojega su tada činile sve tadašnje članice EEZ-a. Komisija je tada zadužila Pierra Wernera da pripremi izvještaj o mjerama koje bi zemlje članice trebale provesti u smislu monetarne politike, te je na osnovi toga izvještaja dogovoreno da se pristupi uspostavi Europskog monetarnog sustava.

Prilikom navedenih događaja Njemačka se opet našla u središtu zbivanja. 15. kolovoza 1971. godine vlada SAD-a donijela je odluku o suspenziji konvertibilnosti dolara u zlato kako bi zaštitila vlastito tržište od uvoza iz ostalih razvijenih zemalja. Navedenim datumom završava era međunarodnog monetarnog sustava iz Bretton Woodsa, a SAD ponovno dobivaju autonomiju politike deviznog tečaja (Nikolić i Pečarić, 2007). Ovi događaji predstavljali su težak udarac monetarnoj uniji Europske ekonomske zajednice. Nakon **ukidanja konvertibilnosti dolara** za zlato sve su značajnije valute počele slobodno fluktuirati (Nikolić i Pečarić, 2007). Tada je, u svibnju 1971. godine, Njemačka je donijela odluku da tečaj njemačke marke fluktuira u odnosu na dolar. Međutim, fluktuirajući tečaj u Njemačkoj trajao manje od godinu dana, zbog značajnog vala špekulacija. Najveće financijske sile nisu bile spremne prihvatiti slobodno fluktuiranje deviznih tečajeva (Nikolić i Pečarić, 2007). Njemačka je predložila državama članicama Zajednice uspostavu zajedničkog fluktuirajućeg tečaja prema dolaru. Prijedlog je podržan od strane Nizozemske, a kasnije i Italije. Zemlje Beneluksa dogovorile su se da vežu svoje valute zbog snažne veze između njihovih gospodarstava. Bundesbanka i njemačko Ministarstvo financija bili su kritični oko suradnji u smislu tečajnih režima, strahujući od inflacije. Bili su uvjerenja da europski ili međunarodni ugovor o tečaju ne bi trebalo utjecati na domaću monetarnu politiku (što bi moglo utjecati na politiku Bundesbank ili dovesti u pitanje njezinu autonomiju). Također se nisu slagali s uvjerenjima kako bi trebali koristiti tržišne intervencije za obranu tečaja.

Ipak, početkom 1972. Komisija EEZ-a ponovo vraća u predmete rasprave pitanje Europske monetarne unije. Zemlje su postigle dogovor da će se njihova valuta mijenjati u granicama od ± 2,25 posto u odnosu na ostale valute Zajednice. Ovaj sporazum je nazvan je **"zmija u tunelu"**. U to je vrijeme Njemačka dobiva sve veći i jači utjecaja na monetarnu politiku Zajednice, upravo radi toga, ne čudi da je Otmar Emminger (predsjednik Bundesbanke 1977-1979) predložio uvođenje ovlastiti oscilacije tečaja u odnosu na dolar.

Naftna kriza, slabost dolara i različite gospodarske prilike rezultirale su neuspjehom režima monetarne zmije. U vremenskom razdoblju od dvije godine većina zemalja napustila je režim monetarne „zmije“ te je u konačnici smanjena na područje Njemačke, Danske, i zemalja Beneluksa, što je značilo da je "zmija u tunelu" postala stabilan blok njemačke marke. Za Njemačku se režim monetarne „zmije“ („Snake“) prikazan na Grafu 1. pokazao koristan u održavanju tečaja sa nekolicinom svojih trgovačkih partnera. Međutim, u cjelini "Europska monetarna zmija" je bio neučinkovit režim jer monetarna politika EEZ-a nije bila koordinirana (Mikhel, 2012).

Graf 1. „Snake in the Tunnel“ 1972 – 1977.



Izvor: Madžar, L. (2013) Poslovanje sa Evropskom unijom, European Union Competition Policy

Zbog važnosti njemačke marke kao sidra na koje se vežu ostale valute, Bundesbanka je u suštini određivala monetarnu politiku koju su ostale središnje banke bile primorane slijediti. Glavna strategija monetarne politike Bundesbanke bila je osigurati stabilnost domaće valute i nisku inflaciju. Ipak, stabilnost cijena kao primarni cilj i najbolji način za promicanje dugoročnog gospodarskog rasta nije dobro prihvaćen od strane drugih središnjih bankara koji su zagovarali kompromis između stabilnosti cijena i gospodarskog rasta. Ipak nakon naftne krize, dužnosnici Bundesbanke dužnosnici koriste svoj uspjeh u kontroli inflacije u Njemačkoj kao dokaz da rast ovisi o stabilnosti cijena. Europski središnji bankari na primjeru su vidjeli kako je fokus Bundesbanke na stabilnost cijena poštedio Zapadnu Njemačku negativnih gospodarskih posljedica naftne krize. Iako su mnogi središnji bankari povjerovali u

ove argumente, velik broj njih nije bio potpuno politički neovisan, te su odluke o monetarnoj politici donosili obojanim političkim ideologijama.

U kasnim 1960-im u centru rasprava bila je ideja o stvaranju monetarne unije koju su zagovarali neki europski političari, no odluka o početku stvaranja Ekonomske i monetarne unije-EMU donesena je u principu kada su se Njemačka i Francuska vlada dogovorile. Bundesbanka je imala ključnu ulogu u stvaranju Ekonomske i monetarne unije jer je Njemačka vlada trebala podršku Bundesbanke kako bi uvjerila njemačku javnost da prihvati ideju monetarne unije.

Vijeće Europe na poticaj Valery Gissard d'Estainga, predsjednika Francuske i Helmuta Schmidta, kancelara Savezne Republike Njemačke, pripremilo je teren za uvođenje Europskog monetarnog sustava. Kandžija i Cvečić (2011) navode da je Vijeće Europe 1978. godine donijelo dvije odluke: odluku koja se odnosi na **Europski monetarni sustav** i drugu o modifikaciji vrijednosti jedinstvene obračunske jedinice korištene u FECOM (JOL 379, 1978). U isto ovo vrijeme osnovan je **Europski monetarni fond** na prijedlog Helmuta Schmidta (Heinsenberg, 1999). Valute svih država članica, uz iznimku Ujedinjene Kraljevine, sudjelovale su u europskom tečajnom mehanizmu, takozvanom **ERM-u I**. Devizni tečajevi temeljili su se na središnjoj tečaju prema europskoj valutnoj jedinici ili ECU-u, koja je bila srednja vrijednost sudjelujućih valuta. Na temelju tih središnjih stopa izraženih u ECU-u izračunata je mreža bilateralnih stopa i fluktuacije tečaja morale su se nalaziti u okviru raspona od 2,25 % (uz iznimku talijanske lire kojoj je dozvoljen raspon od 6 %).

Vrijednost **ECU** varira prema ponderiranoj evoluciji tečaja valute koja čini košaricu i stabilnija je od vrijednosti neke posebne valute, jer se unutar košarice tendencija prema porastu ili padu različitih valuta izjednačuje. Kalkulaciju vrijednosti (Tablica 1.) obavlja svakodnevno Komisija, a objavljuje se u službenom listu EZ (Kandžija i Cvečić, 2011). Niz godina EMS je bio okrenut prema zoni marke, disciplinu koja je bila vrlo uspješna i koju je garantirala Njemačka centralna banka - Bundesbank.

Tablica 1. Sastav i određivanje vrijednosti ECU

SASTAV I ODREĐIVANJE VRIJEDNOSTI ECU

Valuta	Količine nacionalne valute u košarici valuta	Relativne težine u %
Njemačka marka	0,6242	33,34
Francuski franak	1,332	20,49
Britanska funta	0,08784	10,44
Talijanska lira	151,8	7,17
Nizozemski gulden	0,2198	10,47
Belgijski franak	3,301	8,57
Španjolska pezeta	6,885	4,24
Danska kruna	0,1976	2,72
Irska funta	0,00855	1,04
Portugalski escudo	1,393	0,71
Grčka drahma	1,44	0,47
Luksemburški franak	0,13	0,34
ECU	Teoretska vrijednost	100

Izvor: Kandžija, V., Cvečić, I. (2011.): Ekonomika i politika EU, Ekonomski fakultet sveučilišta u Rijeci, Rijeka

U razdoblju od 1982. do 1992. godine njemačka marka ojačala je svoju poziciju, te je služila kao sidro valuta. EMS se pokazao uspješnim režimom koji je rezultirao smanjenjem varijabilnosti deviznih tečajeva, a uspjeh EMS režima bio je vrlo povoljan i za Bundesbanku koja je imala dominantnu ulogu u ovom sustavu. Uspjeh EMS-a također je potakao zemlje članice na daljnju diskusiju s ciljem stvaranja EMU-a.

Mnogi znanstvenici i političari smatrali su da će Europska središnja banka biti klon ili blizanac njemačke Bundesbanke. Bundesbanka je bila vrlo aktivna u pregovorima o uspostavi Europske monetarne unije koja je dovela do izvršenja Ugovora iz Maastrichta i određivanja kriterija za sudjelovanje u EMU. Ideja o stvaranju **Europske središnje banke** pripada ministru njemačkih vanjskih poslova Hansu Dietrichu Genscheru. Ovu ideju podržao je predsjednik Europske zajednice Jacques Delors, kancelar Njemačke Helmut Kohl i francuski predsjednik Francois Mitterrand. Povjerenstvom su dominirale dvije ličnosti Karl Otto Po¨hl, predsjednik Bundesbanke i Jacques Delors. Karl Otto Po¨hl je bio najvažniji glas u povjerenstvu jer je iza sebe imao dobre ekonomske rezultate u vlastitoj državi: ekonomski rast, nisku inflaciju i nisku stopa nezaposlenosti (Kaltenthaler, 2005).

Na njihovu inicijativu stvoren je **Delorsov odbor** u čijem su radu sudjelovali guverneri svih središnjih banaka država članica. U travnju 1989. godine Odbor je objavio

Delorsovo izvješće prema kojem bi se Europski monetarni sustav trebao provoditi u tri faze. Delorsovo izvješće definira ciljeve koji će voditi stvaranju jedinstvenog unutarnjeg tržišta. U izvješću je navedeno kako je uspostava monetarne unije dugoročni cilj, te su već navedena neka načela Europske središnje banke. Delorsov Odbor potvrdio je da bi Europska centralna banka trebala imati federalnu strukturu kao Bundesbank, te da bi trebala imati što više samostalnosti, a njezin glavni cilj trebao biti stabilnost cijena (Mikhel, 2012). Na temelju Delorsova izvješća Europsko vijeće iz Madrida 1989. odlučilo je početi s provođenjem prve faze EMU-a, potpune liberalizacije kretanja kapitala od 1. srpnja 1990. godine.

Prva faza Delorsova plana (od 1. srpnja 1990. do 31. prosinca 1993.) uključivala je slobodno kretanje kapitala među državama članicama, usklađivanje ekonomskih politika, bližu suradnju ekonomskih politika i suradnju između središnjih banaka. Prva faza podrazumijeva liberalizaciju kretanja kapitala otklanjanjem većine preostalih restrikcija, uvođenje novih oblika suradnje između nacionalnih centralnih banaka kroz zakonodavni okvir, slobodu korištenja ECU-a, te održavanje raspona deviznih tečajeva u odnosu prema ECU-u od $\pm$2,25%, povećavanje ekonomske konvergencije između država članica te uođenje kriterija konvergencije iz Masstrihta.

Druga faza (od 1. siječnja 1994. do 31. prosinca 1998.) podrazumijevala je konvergenciju ekonomskih i monetarnih politika država članica (s ciljem osiguravanja stabilnosti cijena i javnih financija), osnivanje Europskoga monetarnog instituta (EMI) i osnivanje Europske centralne banke (ECB). Uspostavljen je Europski monetarni institut (eng. EMI) sa sjedištem u Frankfurtu čiji je zadatak bio ojačati suradnju između nacionalnih centralnih banaka, ojačati i koordinirati monetarnu politiku zemalja članica u smislu stabilnosti cijena, te obaviti tehničku pripremu za prihvaćanje jedinstvene valute. Povećava se neovisnost centralnih banaka te se i dalje zabranjuje financiranje proračunskog deficita iz monetarnih izvora kako bi buduća monetarna unija mogla uspješno ekonomski upravljati zemljama. Europska centralna banka, kao naslijednica EMI-a, počela je s radom 01.06.1998. godine sa jednim osnovnim ciljem održavanjem stabilnosti cijena. Na zasjedanju Europskog vijeća (predsjednici država i vlada članica EU) u Madridu u prosincu 1995. g. odabiru ime buduće zajedničke valute – euro. U skladu s maastrichtskim kriterijima ekonomski i financijski pokazatelji konvergencije za 1997. g. odlučuju koje će zemlje biti prve sudionice EMU.

Treća faza (od 1. siječnja 1999.) predstavlja nepovratno fiksiranje tečajeva i uvođenje jedinstvene valute na devizna tržišta i u elektronička plaćanja, koja prate uvođenje novčanica i

kovanica eura od 1. siječnja 2002. Europska centralna banka (ECB) i Europski sustav središnjih banaka (ESSB) postaju nositelji monetarne politike država članica Europske unije. Poveljom o Europskoj uniji potpisanom dana 7. veljače 1992. godine u Maastrichtu, donesena je korigirana verzija Delorsovog izvješća uz naglašavanje temeljne ideje o ujedinjenju. Sadržajem Povelje definirani su potrebni uvjeti koje zemlje kandidatkinje moraju ispuniti za ulazak u Europsku monetarnu uniju, ti kriteriji nazivaju se **Maastrichtski kriteriji** tj. kriteriji konvergencije. „Svaka članica Europske unije postaje članicom Europske monetarne unije, ali uz napuštanje nacionalnog monetarnog suvereniteta i uvođenje eura kao vlastite valute. Proces ulaska u Europsku monetarnu uniju složen je i odvija se u nekoliko faza: ulazak u mehanizam **ERM-2**, ostvarivanje kriterija iz Masstrichta te konačna konverzija vlastite valute u euro i usvajanje 5 eura kao nacionalne valute. Svaka članica Europske unije sama određuje brzinu procesa eurizacije i ulaska u Europsku monetarnu uniju. Članstvo u Europskoj uniji ne podrazumijeva nikakve formalne obveze u pogledu brzine ulaska u ERM-2 2 ili zadovoljavanja kriterija iz Maastrichta, ili uvođenja eura (Radošević, 2012).

Njemački Bundesbank model je zbog svoje pouzdanosti i dobre reputacije središnje banke i njemačke marke kao jedne od vodećih svjetskih valuta, predložen za model institucionalnog aranžmana Europske središnje banke. Kako je njemački valuta bila ključna valuta u Europi, ne čudi da je njemački narod bio protiv preseljenja u jedinstvenu valutu (Katenthaler, 2005). No, kako je njemački narod vjerovao svojoj središnjoj banci više nego vladi, u završnoj fazi Ekonomske i monetarne unije, Bundesbank je predložio nekoliko zakonskih elemenata da bi se postigao takav stupanj povjerenja i prema ECB-u. Mikhel (2012) navodi kako prema primjedbama iz Bundesbanke, Europska središnja banka treba:

- imati prioritet monetarne stabilnosti,
- imati zajamčenu neovisnost,
- uglavnom uključivati nacionalne banke, kao sastavni dio ECB (koje više nemaju pravo nastaviti svoju politiku),
- trebaju postojati vijeće (koje postavlja ciljeve monetarne politike),
- treba postojati odbor (koji će provesti te ciljeve).

Vijeće se treba sastoji od predstavnika nacionalnih središnjih banaka i vlada, te bi trebalo:

- imati sve potrebne alate za provođenje monetarne politike
- biti odgovorno za devizno tržište
- nema obvezu osigurati kredite za državne institucije

Bundesbank je upozorio da će biti potreban dug proces tranzicije kako bi se postigla završna faza EMU-a.Mikhel (2012) navodi kako je Bundesbanka utvrdila sljedeće kriterije za treću fazu EMU-a:

- Kao primarni cilj trebala bi biti stabilnost cijena, proračunski deficit trebao bi biti smanjen na prihvatljivu razinu te uskladiti tržišne kamatne stope
- Zemlja članica mora sudjelovati u Tečajnome mehanizmu (Exchange-rate mechanism, ERM) Europskoga monetarnog sustava (European Monetary System, EMS) neprekidno tijekom dvije godine prije godine u kojoj se preispituje stanje.
- Statuti nacionalnih središnjih banaka trebaju se uskladiti, kako bi postali sastavni dio Europskog sustava središnjih banaka. To vrijedi i za instrumente monetarne politike.
- Ugovorni sporazumi o proračunskoj disciplini u svim državama članicama trebaju se usvojiti na razini Zajednice.
- Ukidanje granične kontrole i stvaranje jedinstvenog tržišta.

Bundesbanka je pokazala svoj beskompromisan stav, te su sve smjernice koje su dane (osim zadnjeg odlomka) uključene u ugovor iz Maastichta (Heinsenberg, 1999).

Bundesbanka od svog nastanka 1957. ima utjecaj na europska monetarna pitanja zbog veličine svog gospodarstva, te zbog uspjeha njemačke središnje banke u provođenju njemačkog gospodarskog oporavka. Vrlo često se događalo da se bankarima središnjih banaka sa područja Europe predstavljaju ideje Bundesbanke, a sastanci prilikom kojih su njemački bankari predstavljali svoje ideje od začetka ideje o ujedinjenoj Europi postali su sve češći (sastanci G-7, BIS-ovi sastanci i brojni drugi). Također Bundesbanka je bila u središtu monetarnog režima „Snake“, a zatim i EMS-a što je olakšalo njemačkoj središnjoj banci da zagovara svoje stavove o tome kako provoditi monetarnu politiku, a zahvaljujući odličnim rezultatima i kredibilitetu mnoge su države kao Austrija i Nizozemska, direktno su vezale njihove valutne tečajeve sa Njemačkim te samim time prihvatile njemačku monetarnu politiku. Kredibilitet i moć Bundesbanke na Europskoj sceni rapidno raste sredinom sedamdesetih godina zbog uspjeha koji je Bundesbanka imala u održavanju stabilnosti cijena i drugih pozitivnih ekonomskih rezultata u poslijeratnoj Njemačkoj, a uspjeh EMS-a dodatno je povećao taj kredibilitet čime je njemačka Bundesbanka slovila za centralnu banku velikog kredibiliteta zahvaljujući posvećenosti niskoj stopi inflacije. Iz svega navedenog možemo

zaključiti kako je Bundesbank model odabran je kao primjer za institucionalno kreiranje EBC-a kao novotvorene institucije kako bi se ta institucija okoristila čvrstom reputacijom stare institucije Bundesbanke.

Rasprava o stabilnosti cijena kao temeljnom cilju monetarne politike otvara pitanja institucionalno-koncepcijskih karakteristika Bundesbanke koje će se analizirati u sljedećem potpoglavlju.

2.2.INSTITUCIONALNE KARAKTERISTIKE MONETARNE POLITIKE BUNDESBANKE DO ULASKA U EMU

Nakon rata i podjele Njemačke na četiri okupacijske zone, Reichsbank je prestala postojati. 1948. godine osnovana je Deutscher Lander banka, preteča Bundesbanke kojoj je glavni cilj bio uspravljati valutnim politikama američkih i francuskih okupacijskih zona.

Bundesbanka je jedna od najvažnijih nezavisnih središnjih banaka u svijetu. **"Zakon Bundesbanke" (Bundesbankgesetz)** koji je donesen 1957. godine, navodi da je Bundesbanka državna institucija u pogledu organizacijske forme i kapitala, te u potpunosti mijenja položaj regionalnih banaka. Jedanaest regionalnih banaka ovim zakonom postaju dio ispostave Bundesbanke, s tim da su u smislu administrativnih poslova i transakcija na regionalnom nivou zadržale svoju neovisnost.

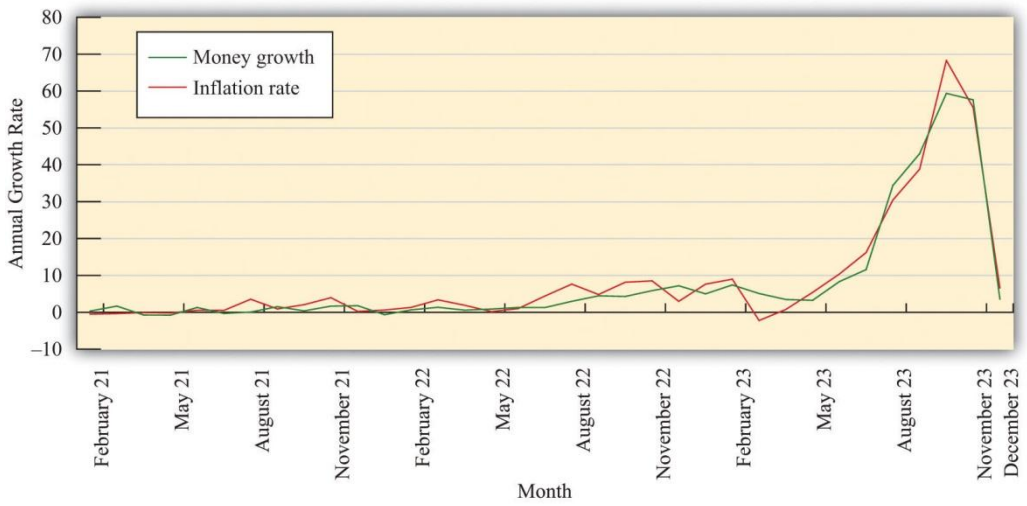
Na čelu Bundensbanke je guverner i zamjenik guvernera koji se biraju na razdoblje od 8 godina, te Odbor Direktora. Neovisna je od državne vlasti od samog svog osnutka 1957. godine. Svrha Bundesbanke definirana je statutom koji u bitnome ističe osnovne ciljeve: regulirati količinu novca u opticaju i kredita odobrenih gospodarstvu, koristeći novčane ovlasti koje su joj dane Zakonom (Bundesbankgesetz), s ciljem očuvanja nacionalne valute znatno oslabljene nakon rata.

Mikhel (2012) u svom radu navodi da zadatak zaštite nacionalne valute ima dvije komponente: stabilnost tečaja u odnosu na unutarnju stabilnost cijena, te interakcija monetarne politike (prije svega, stabilnost cijena) s drugim makroekonomskim politikama (prije svega makroekonomskom politikom rasta).

„Bundesbankgesetz“ ističe kako je potrebno „regulirati količinu novca u opticaju i količinu kredita gospodarstvu s ciljem očuvanja valute“ i da „podržava opću gospodarsku politiku savezne vlade, ali samo u mjeri u kojoj to mogu učiniti bez štete za obavljanje svojih funkcija“. Iako se ponekad se tvrdi da ti ciljevi mogu biti u konfliktu, stabilnost cijena je jasno navedeno kao prioritet. Dakle, Bundesbanka se profilirala kao konzervativna središnja banka monetarističkog tipa s jasnim ciljem cjenovne stabilnosti te podupiranja i drugih ciljeva ako nisu u suprotnosti s navedenim, glavnim ciljem stabilnosti cijena. Stabilnost cijena kao glavni zadatak Bundesbanke prema monetarističkom modelu uvodi se već u prvoj polovici dvadesetog stoljeća kada Njemačka pati od hiperinflacije. Naime, 1923. godine vrijednost njemačke valute doživjela je nevjerojatan pad. Njemačka devizna razmjena stoga je potpuno obustavljena, a inflacija je uništila štedne uloge njemačkog mnogobrojnog srednjeg sloja i obezvrijedila nadnice i plaće. U zemlji je raslo nezadovoljstvo pa i očaj (Lovrenčić, 2011).

Graf 2. prikazuje rast ponude novca i rast inflacije u Njemačkoj od veljače 1921. godine do prosinca 1923. godine.

Graf 2. Ponuda novca i inflacija u Njemačkoj od veljače 1921. do prosinca 1923



Izvor: https://saylordotorg.github.io/text_macroeconomics-theory-through-applications/s15-02-facts-about-inflation-and-mone.html

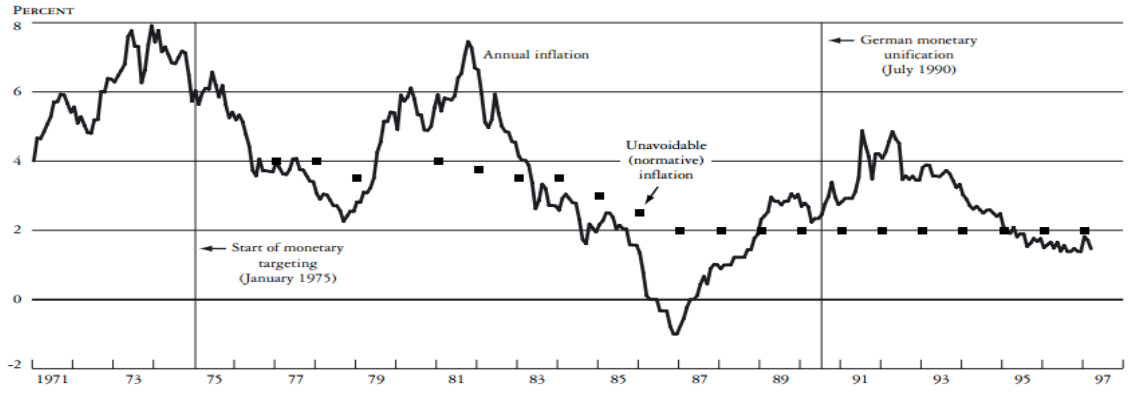
Polazeći od monetarističke pretpostavke da je inflacija uvijek i svagda monetarni fenomen, pri čemu količina novca određuje cijene, Bundesbanka je od svojih početaka

strukturirala svoju politiku snažnim naglaskom na značaj novca, monetarnog agregata za inflacijsku stabilnost te izgradila institucionalni okvir neovisnosti monetarne vlasti u odnosu na fiskalnu. Novac je, u neoklasičnom duhu, koncipiran kao sredstvo razmjene.

Njemačka hiperinflacija snažno je utjecala na Njemačku i svjetsku povijest. Traumatski efekti hiperinflacije vidljivi su i danas, Njemačka se i dalje drži ove strategije koja se primarno bavi borbom protiv inflacije, te je znatno utjecala da ova strategija postane i nasljeđe ECB-a. Glavni cilj Bundesbanke temelji se na načelu da monetarna ekspanzija određuje kretanje cijena u srednjem roku. Dakle, novčana masa je posebno dobro prilagođena za ulogu nominalnog sidra u politici njemačke središnje banke, koja se temelji prvenstveno na potpori održavanju stabilnosti cijena (Mikhel, 2012). Ovaj okvir odredit će strategiju Bundesbanke do ulaska u EMU i umnogome odrediti karakter i institucionalni okvir eurozone, odnosno ECB-a. Provođenje ove politike nije bio lagan posao.

Rast ponude novca i inflacija često premašuju zadane vrijednosti u poslijeratnoj Njemačkoj. Graf 3. prikazuje vrijednost inflacije koja 1973. godine iznosi osam posto i bitno prelazi zadane vrijednosti.

Graf 3. Inflacija u Njemačkoj u razdoblju od 1971.-1997. godine



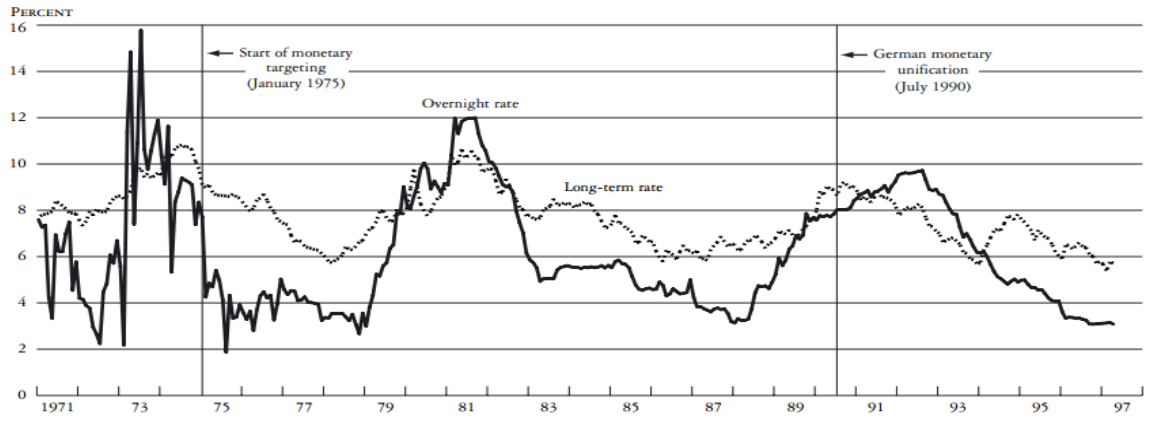
Izvor: Deutsche Bundesbank, Bank for International Settlements

Rapidan porast cijena nafte, porast uvoznih cijena, te istovremeno slabljenje valute predstavljaju velike probleme Bundesbanci sedamdesetih godina prošlog stoljeća, osobito uzimajući u obzir provođenje ekspanzivne politike Vlade. 1973. godine Bundesbanka

proglašava borbu protiv inflacije kao osnovni cilj monetarne politike, te u skladu s tom odlukom inflacija počinje padati (Issing, 2005).

Druga **naftna kriza** bila je ozbiljan izazov za postizanje zadanih ciljeva Bundesbanci, no poučeni prijašnjim iskustvima, te svjesni prijetnje porasta cijene nafte Upravno vijeće Bundesbanke donijelo je odluku o povećanju diskontne stope 3% u 1979. godine, te 7,5% u 1980. godini. Spomenute odluke Upravnog Vijeća Bundesbanke i oštra restriktivna politika s ciljem borbe protiv inflacije rezultirale su padom inflacije, te jačanjem njemačke marke u odnosu na dolar (Issing, 2005). Graf 4. prikazuje nagli porast kratkoročne i dugoročne kamatne stope 1979. godine, no isto tako potrebno je naglastiti kako zahvaljujući oštro restriktivnoj monetarnoj politici porast kamatnih stopa u Njemačkoj nije bio intenzivan kao u drugim zemljama te od 1981. godine naglo počinje padati. Graf 3. prikazuje kako je 1982. godine inflacija u Njemačkoj još uvijek visoka i iznosi 5,2%, u narednim godinama pada da bi 1985. godine iznosila 2%. Dugoročna kamatna stopa također pada sa 11,4% u 1981. godini na 6% u 1985. godini kao što je prikazano na Grafu 4.

Graf 4. Kratkoročne i dugoročne kamatne stope u Njemačkoj u razdoblju od 1971. – 1997.godine



Izvor: Deutsche Bundesbank, Bank for International Settlements

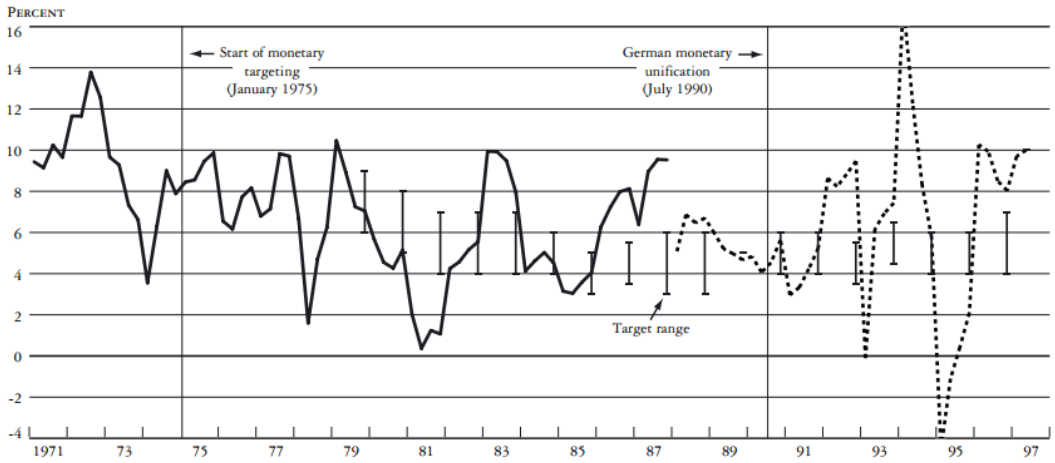
Issing (1995) navodi kako je jedna od tajni uspjeha njemačke politike ciljanja monetarnog agregata u tome što se ona često nije oslanjala na kruta monetaristička pravila u onoj mjeri u kojoj se oslanja na tehničke detalje.

Strategiju monetarne politike u Njemačkoj karakterizira jaka posvećenost tome da se strategija jasno prenese javnosti. Iz Grafa 5. vidljivo je kako Bundesbanka nije uvijek dosezala ciljanu stopu monetarnog agregata. Ciljane stope rasta monetarnog agregata

korištene su kao parametri da bi se objasnila strategija monetarne politike, a Bundesbanka je uložila ogroman trud da putem publikacija i u javnim nastupima nositelja monetarne politike centralne banke javnost obavijesti o namjerama. Možemo reći kako su transparentnost i fleksibilnost monetarnih okvira najvažnije karakteristike Bundesbanke koje su omogućile uspjeh politike ciljanja monetarnog agregata.

Transparentnost i veliki napori u jasnom, sveobuhvatnom i pravovremenom upoznavanju javnosti s ciljevima i akcijama Bundesbanke omogućili su kontrolu očekivanja javnosti, čak i u vremenima neizvjesnosti i velikih šokova (Issing, 2008). Transparentnost podrazumijeva objavljivanje dugoročnih ciljeva, te u situacijama u kojima ponuda novca premašuje zadane ciljeve, aktivnost banke ostaje na dugoročnim ciljevima. Ozbiljnost provođenja dugoročnog cilja stabilnosti cijena i aktivno angažiranje javne podrške ključ su uspjeha Bundesbanke.

Graf 5. Ciljane stope rasta monetarnog agregata i njegov rast u Njemačkoj u razdoblju od 1971. – 1997.godine



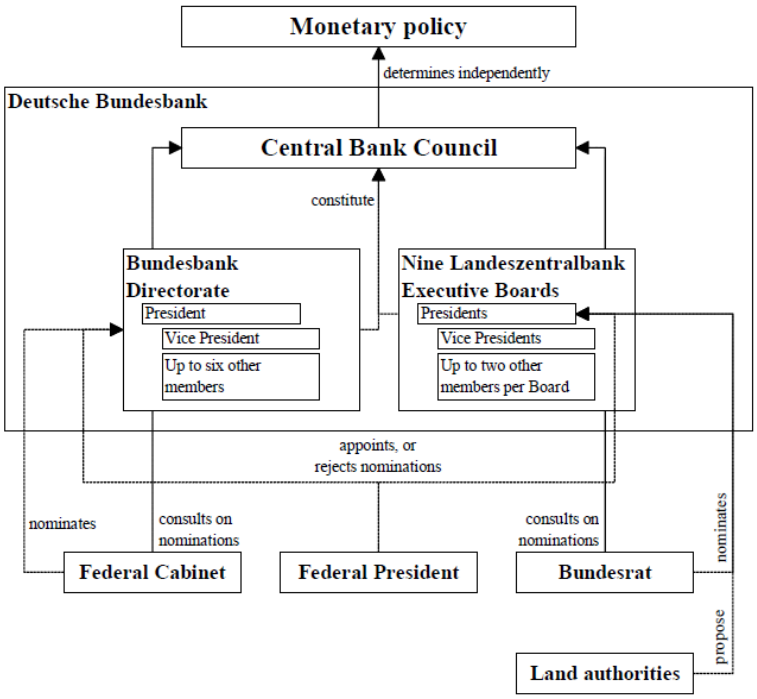
Izvor: Deutsche Bundesbank, Bank for International Settlements

Doktrina **neovisnosti** središnje banke u Europi datira od 1957. godine, kada je uspostavljena njemačka *Bundesbank*, „prva potpuno neovisna središnja banka.“ Od samog osnutka Bundesbanka je imala visok stupanj neovisnosti, koji je bio snažno odobravan od strane njemačkog naroda. Međutim, bilo je situacija u kojima je njemačka vlada ograničavala neovisnost Bundesbanke. Uspostava neovisne središnje banke s jakim anti-inflacijskim preferencijama predstavlja rješenje za uplitanje nositelja politike, posebno u slučaju izazivanja nepredviđene inflacije za vrijeme izbornih ciklusa.

Peter Loedel (1991.) identificira tri dimenzije njemačke neovisnosti Bundesbanke: političku neovisnost (sloboda u odabiranju akcija), osobnu neovisnost (izborni period guvernera i najvišeg organa mora biti duži od mandata vlade) i financijsku neovisnost (krediti, federalne rezerve, intervencionističkih zahtjeva).

Njemačka Bundesbanka opetovano je dolazila u sukobe sa njemačkom vladom radi pitanja neovisnosti. Više puta tokom povijesti neovisnost Bundesbanke bila je napadnuta, no ključan stav o neovisnosti središnje banke od utjecaja vlade postao je ideja vodilja za najbolje postizanje primarnog cilja središnje banke.

Graf 6. Prikaz organizacijske strukture Bundesbanke



Izvor: https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Home/home_node.html

Bundesbankom upravljaju tri tijela: Vijeće centralne banke (Zentralbankrat), Direktorij (Direktorium) i Upravni odbor (Vorstande) regionalnih banaka. Zentralbankrat je najviše zakonodavno tijelo koje donosi odluke o monetarnoj i kreditnoj politici, te propisuje opće smjernice za vođenje poslovanja i administracije. Čine ga predsjednik i zamjenik predsjednika Bundesbanke, te osam članova Direktorija i predsjednici regionalnih banaka. Odluke se donose većinom glasova prisutnih članova. Direktorij – Uprava je središnje izvšno tijelo zaduženo za provodbu odluka Vijeća centralne banke, koje također obavlja poslove

upravljanja i rukovođenja Bundesbankom. Upravni odbor svake regionalne banke izvršavaju transakcije koje spadaju u domenu regionalnih banaka. "Zakon Bundesbanke" (Bundesbankgesetz) ne definira jasno kompentencije ovog tijela, no ipak navodi sfere poslova koje obavlja Uprava (Federalne transakcije, devizne transakcije i transakcije s inozemstvom, operacije na otvorenom tržištu...) Upravni odbor regionalnih banaka čine predstavnici regionalnih banaka, koji iako su izgubili pravnu samostalnost, u okviru svoje regionalne sfere imaju neovisnost u smislu nadzora i administracije pojedine banke. Odluke ovog tijela donose se na principu „jedna regija jedan glas“. Tablica 2. prikazuje strukturu Bundesbanke do reforme 1. svibnja 2002. godine.

Tabela 2. Struktura Bundesbanke do 2002. godine

STRUCTURE OF THE DEUTSCHE BUNDESBANK (before 2002.)		
Central Bank Council	**Directorate**	**Executive Boards of the Land Central Banks**
President of the Deutsche Bundesbank	President of the Deutsche Bundesbank	Presidents of the 9 Land Central Banks
Vice-President of the Deutsche Bundesbank	Vice-President of the Deutsche Bundesbank	Vice-President of the 9 Land Central Banks
Remaining members of the directorate	4-6 other members	If existing, one more member of the Executive Board
Presidents of the nine Land Central Banks		

Izvor: https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Home/home_node.html

Prema gore navedenom, i u organizacijskom smislu vide se utjecaji na kasniju organizacijsku shemu ECB-a.

3. INSTITUCIONALNO OBLIKOVANJE ECB-A I UTJECAJ BUNDESBANKE

Jedan od najzahtjevnijih zadataka u procesu europske integracije bio je kreiranje novih institucija, pa tako i kreiranje Europske centralne banke. Postavlja se pitanje kakva treba biti Europska centralna banka i koje su osnovne značajke optimalne monetarne institucije?

Debrun (2001.) navodi kako su osnovne značajke optimalne monetarne institucije su neovisnost od političkih vlasti u vođenju monetarne politike i određeni nalog za održavanje stabilnosti cijena kroz inflacijski ciljani okvir (Svensson, 1997), ugovor o izvedbi (Walsh, 1995) ili „konzervativan položaj politike“ (Rogoff, 1985). Uz postupnu izgradnju monetarne unije u Europi - EMU, posebnu dimenziju stvara kreiranje nacrta zajedničke središnje banke koji bio bi u mogućnosti osigurati stabilnost (Debrun, 2001).

Dva su osnovna modela središnjeg bankarstva koji se obično koriste u središnjim bankama u Eurozoni, u literaturi poznati kao anglo-francuski i njemački model. Ova dva modela bitno se razlikuju po pitanjima političke neovisnosti, upravljanja i vođenja centralne banke.

Njemački model naglašava važnost klasičnih ciljeva monetarne politike, prije svega stabilnosti cijena kao osnovnog cilja koji nije podređen ostalim ciljevima čije se ostvarivanje uvjetuje punim ostvarenjem primarnog cilja monetarne politike. Ključna osobina ovog modela je neovisnost centralne banke od političkih utjecaja i neovisnost u provedbi monetarne politike. Ovaj model temelji se na pretpostavci da je rast ponude novca najvažniji faktor uzroka inflacije. Središnja banka prati rast ponude novca tijekom godine i prilagođava kamatne stope kako bi zadržala stopu rasta ponude novca unutar prihvatljivih granica utvrđenih od strane središnje banke.

Anglo-francuski model, za razliku od Njemačkog modela koji ima samo jedan primaran cilj, ima više ciljeva: stabilnost cijena, stabilizaciju poslovnog ciklusa, održavanje visoke stope zaposlenosti i financijsku stabilnost. Anglo-francuski model karakterizira političku ovisnost središnje banke o političkoj vlasti, na primjer za odluke monetarne politike potrebno je odobrenje vlade (ministar financija).

Jedan od najzaslužnijih ljudi za oblikovanje modela monetarne politike ECB-a bio je **Otmar Issing** glavni ekonomist ECB-a i glavni ekonomist Bundesbanke od 1990. do 1994. godine. Bio je uvjerenja da bi imperativ trebala biti preventivna borba protiv inflacije.

Strategija monetarne politike ECB-a službeno je objavljena 13. listopada 1998. Model monetarne politike ECB-a mješavina je Bundesbank modela i svojevrsno poboljšanje na temelju iskustva Bundesbanke i stvarnosti monetarnih uvjeta u Europi (Kaltenthaler, 2005).

Postavlja se pitanje: kako je postignut konsenzus imajući na umu početna neslaganja oko izbora modela monetarne politike ECB-a. Jednoglasan odgovor anketiranih članova Upravnog vijeća je sljedeći: „Blizak kontakt različitih središnjih banaka utjecao je na ujednačenost stavova o monetarnoj politici. To nije bio čin prisile već uvjerenja.“ Na isto pitanje član Izvršnog odbora ECB-a odgovara sljedeće:*„Što se ovdje događa je ono što mislim da se događa u svim središnjim bankama. Stavovi mogu biti različiti, kada se ulazi u središnju banku, ali stalne rasprave dovode do promjene u pogledima. Može postojati većina i manjina, ali s vremenom, zbog uvjeravanja, konsenzus se razvija. To je zato što ljudi s jačim argumentima mogu uvjeriti one čiji argumenti nisu dovoljno jaki.“*

Politički ciljevi centralnih bankara referirali su se na izbor monetarne politike ECB-a. Postoje uvidi da se elita europske monetarne politike dogovorila da je njemački model najbolji za planiranu ECB, te se navodi da je monetarna politika Bundesbanke od općeg interesa, iako nigdje nije točno definirano što pojam opći interes konkretno znači.

Kako bi razumjeli kako je konsenzus postignut, bitno je ustanoviti koji su najvažniji ciljevi središnjih bankara. Kaltenthaler (2005.) tvrdi da su najvažniji ciljevi središnjih bankara percepcija njihove kompetentnosti od strane javnosti koja im pruža psihološko zadovoljstvo i politički kapital. Ukoliko je neki središnji bankar percipiran kao stručan od strane javnosti, to jest ima veću podršku javnosti, politička elita će teže utjecati na stavove tog bankara što mu omogućava veću neovisnost. Veću kompetentnost od strane javnosti imat će središnji bankar sa dobrim ekonomskim rezultatima u vlastitoj državi: ekonomski rast, niska inflacija i niska stopa nezaposlenosti.

Lupia (1998.) razvija teoriju nagovaranja prema kojoj jedna osoba može uvjeriti cijelu grupu da promovira njene interese i ideje. Nagovarač mora imati sljedeće osobine: mora uvjeriti osobu koju nagovara da imaju iste interese, te mora biti percipiran kao pouzdan i obrazovan. Iskusni središnji bankari sa dobrom reputacijom (iskustvo i rezultati u vođenju monetarne politike) na taj način promoviraju svoje ideje. Oni će zagovarati model najsličniji njihovim uvjetima kako bi bili sigurni u dobre ekonomske rezultate (Kaltenthaler, 2005).

Sumirajući gore navedeno možemo zaključiti kako je znatna pregovaračka moć Njemačke u procesu kreiranja ECB-a, s obzirom na privilegiranu ulogu Njemačke u Eurozoni rezultiralo značajnim promicanjem vlastitih interesa prilikom odabira monetarne politike ECB-a.

Nekoliko je autora istaknulo sličnosti između odredbi Ugovora koje se tiču neinflacijskog nastojanja koje se očekuje od Europske središnje banke i institucionalnih obilježja njemačke Bundesbanke, često opisane kao jedna od najviše nezavisnih i inflacijski nesklonih središnjih banaka (vidi Kenen, 1995: Wyplosz , 1997; ili Winkler, 1999).

Buiter (1999) tvrdi da sličnost između ove dvije institucije nadilazi samo zakonske odredbe, a također se dotiče onoga što Forder (1996) naziva 'pravilima ponašanja', to jest, neformalna pravila usvojena za popunjavanje praznina između formalnih, apstraktnih pravila i konkretnog obrasca odlučivanja. Na primjer, Buiter (1999) predlaže da Europska središnja banka zadrži stroga stajališta središnjeg bankarstva usvajanjem „mnogih procedura i praksi stare Bundesbanke“ (Debrun, 2001).

Europska centralna banka svečano je osnovana 30. lipnja 1998. godine, a odgovornost za provedbu europske monetarne politike preuzela je 1. siječnja 1999. Sjedište joj je u njemačkom gradu Frankfurtu na Majni. Glavni razlog njenog osnutka bilo je stvaranje monetarne unije s jedinstvenom valutom – eurom. Države koje sudjeluju u monetarnoj uniji prenijele su ovlast nad monetarnom politikom na europsku razinu, te je zadaća formulacije i provedbe takve zajedničke monetarne politike pripala Europskoj središnjoj banci. Europska centralna banka je odgovorna za provođenje monetarne politike za zemlje članice Europske ekonomske i monetarne unije. Europska središnja banka nadzire količinu novca u opticaju, upravlja tečajem eura, brine se za funkcioniranje platnog sustava te zajedno sa središnjim bankama država članica drži i upravlja službenim deviznim pričuvama. Jedan je od glavnih zadataka ECB-e održanje stabilnosti cijena u zoni eura, te očuvanje kupovne moći eura. ECB upravlja monetarnom unijom u suradnji s nacionalnim središnjim bankama u sklopu Europskoga sustava središnjih banaka (European System of Central Banks - ESCB), u kojem uz nju sudjeluju i središnje banke država članica eurozone.

Brojni su razlozi zbog kojih je model Bundesbanke poslužio kao primjer modelu ECB-a. Kirstin Hubrich (2001) smatra da je njemački monetarni sustav dobar primjer za Europski monetarni sustav četiri razloga:

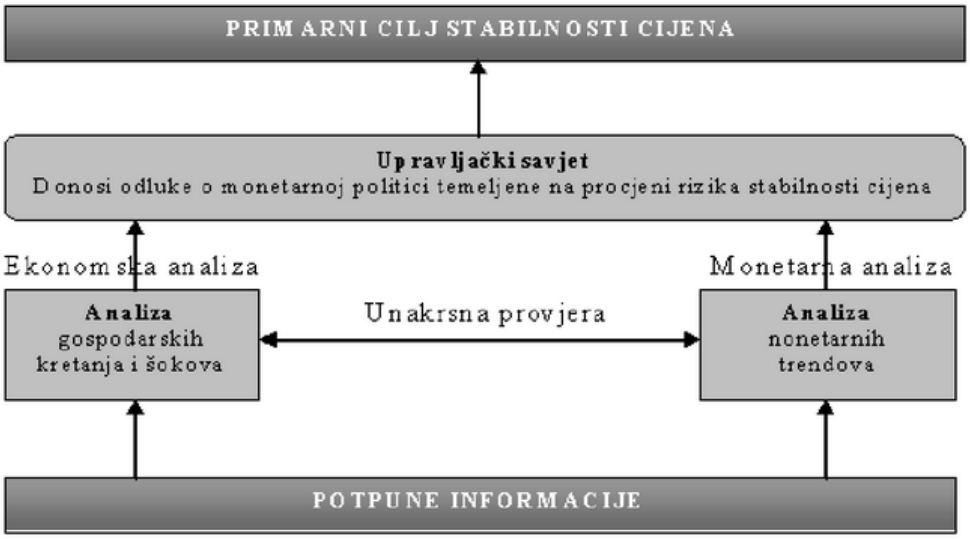
- gospodarski subjekti u Njemačkoj uvijek će imati značajnu ulogu u oblikovanju monetarne politike EU (Njemačka najmoćnija ekonomija u Zajednici)
- Njemačka je odigrala značajnu ulogu u oblikovanju europskog monetarnog sustava, jer je njemačka marka bila u centru tog režima kao sidro valuta
- Europska središnja banka (ECB) uglavnom je napravljena po uzoru na njemačku Bundesbanku
- zahvaljujući uspjehu njemačke monetarne politike, ECB je dao istaknutu ulogu novcu u svojoj monetarnoj politici

3.1. ODABIR STRATEGIJE MONETARNE POLITIKE

Strategija monetarne politike označava na koji način središnja banka ostvaruje svoj primarni cilj. Središnja banka u svom dugoročnom planiranju s ciljem ostvarenja primarnog zadatka koristi određena pravila, provodi mjere te utvrđuje koji će instrument koristiti.

Maastichtskim ugovorom kojim je formirana Europska monetarna unija definiran je i primarni cilj Europske centralne banke, a to je stabilnost cijena, iako ugovor ne precizira jasno što pojam „stabilnost cijena“ podrazumijeva. Upravno vijeće Europske središnje banke je 13. listopada 1998. definiralo jasnu kvanititativnu definiciju stabilnosti cijena, te se složilo oko glavnih elemenata svoje strategije monetarne politike, a to su: kvantitativna definicija stabilnosti cijena, važna uloga nadzora količine novca koju predstavlja monetarni agregat i široka procjena mogućeg kretanja cijena. Možemo rezimirati kako je krajnji cilj Europske centralne banke srednjoročna stabilnost cijena, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HCPI) **manje od 2%**. Definicija pojma stabilnosti cijena potvrđena je 2003. godine, te je dodatno definirano kako srednjoročna inflacija koju treba postići treba biti ispod, ali blizu 2%. Stopa inflacije koja se približava vrijednosti od 2% odabrana je iz razloga što se takva stopa smatra i visokom i niskom te ostavlja prostor za moguće pogreške prilikom mjerenja inflacije, kao što je precjenjivanje ili podcjenjivanje HCPI-a. To pretpostavlja strogo kontroliranje inflacije što podrazumijeva da godišnje povećanje potrošačkih cijena bude do 2%. ECB to postiže na dva načina: kontrolom količine novca te praćenjem kretanja cijena i procjenom rizika u odnosu na stabilnost cijena u euro zoni. Kontroliranje količine novca utječe među ostalim i na određivanje visine kamata u zoni eura. Na **slici** 1 prikazana je strategija monetarne politike ECB-a.

Slika 1. Strategija monetarne politike ECB-a



Izvor: ECB, https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html

Strategija monetarne politike ECB-a bila je dizajnirana na **dva stupa**, ekonomska analiza i monetarna analiza.

Ekonomska analiza odnosi se na ocjenu cjenovnih determinanti od kratkog do srednjeg roka s fokusom na stvarne financijske uvjete i aktivnosti u gospodarstvu. ECB (2011) analizira različite varijable na osnovu kojih procjenjuje dinamiku realne aktivnosti i moguće kretanje cijena:

- kretanje i determinante output-a
- uvjete i karakteristike na tržištu kapitala i rada
- različite pokazatelje cijena i troškova
- fiskalnu politiku
- sektor gospodarstva eurozone
- agregatnu potražnju i njene komponente
- kretanje i determinante deviznih tečajeva
- situaciju u svjetskom gospodarstvu
- financijska tržišta

Ekonomska analiza ispituje prirodu šokova koji pogađaju ekonomiju, njihove efektena troškove i cene, i njihovo moguće širenje u kratkom i srednjem roku kroz ekonomiju (ECB, 2011). Na osnovu podataka o kretanju output-a, potražnje, uvjeta na tržištu rada, fiskalnoj

politici i platnim bilansima u eurozoni, procjenjuju se kretanja agregatne ponude i potražnje kao i stupanj iskorištenosti kapaciteta (ECB, 2011). Makroekonomske projekcije imaju važnu ulogu u ekonomskoj analizi. Ekonomska analiza vrlo je važna za postizanje glavnog cilja ECB-a, a to je stabilnost cijena.

Monetarna analiza odnosi se na praćenje monetarnih agregata, te formiranje monetarne politike na temelju istih. Analiza likvidnosti i kreditnih uvjeta omogućava pogled u dinamične utjecaje različitih šokova na gospdarstvo Zvezdanović i Zvezdanović, 2009). ECB izvršava monetarnu analizu primjenom širokog spektra alata i instrumenata koji se kontinuirano usavršavaju i proširuju. Važnost monetarne analize potiče od shvaćanja da su u srednjem i dugom roku monetarni rast i stopa inflacije direktno povezani. ECB je objavila referentnu vrijednost za godišnju stopu rasta širokog monetarnog agregata M3 od 4,5%. Monetarna analiza ECB-a procjenjuje redovno rast najšireg monetarnog agregata M3, ali i mongih drugih monetarnih i financijskih tokova (ECB, 2011).

ECB definira agregate na temelju usklađenih definicija novca mikrofinancijskih institucija sa sjedištem u Eurozoni i ne-financijskih institucija izuzev Vlade. Na temelju promišljanja i empirijskih istraživanja,te u skladu s međunarodnom praksom, Eurosustav definira tri agregata„„uski“ M1, „srednji“ M2 i „široki“ M3 agregat. Ovi agregati razlikuju s obzirom na stupanj likvidnosti imovine koju uključuju. Monetarni agregati ECB uključuju samo pozicije rezidenata iz Eurozone koje oni drže kod monetarnih institucija smještenih u Eurozoni jer sredstva koja posjeduju u drugim valutama mogu biti svojevrsni supstituti za domaću imovinu koja glasi na euro (ECB, 2004).

Do 2003. godine Europska centralna banka provodi monetarnu strategiju ciljanja monetarnih agregata M3, jer se stopa rasta M3 smatra kompatibilnom sa cjenovnom stabilnošću u srednjem roku. Oslanja se na tradiciju Bundesbanke kao tipično monetarističke središnje banke. Upravljačko vijeće ECB-a mora utjecati na kratkoročne kamatne stope kako bi osigurao stabilnost cijena u srednjem roku. Da bi se ispunio navedeni cilj, Upravljačko vijeće ECB-a mora pratiti i tumačiti ekonomska kretanja, analizirati njihove implikacije za buduće rizike koji utječu na stabilnost cijena, analizirati periode i veličinu ekonomskih šokova, te razmotriti u kojoj se mjeri političke odluke Vijeća referiraju na realnu ekonomiju.

Na strategiju ECB velikim dijelom je uticala strategija Bundesbanke, koja je bila pod uticajem monetarističkog shvaćanja Miltona Fridmana kako je inflacija svugdje i uvijek monetarni fenomen. Iz tog razloga je novcu data važna uloga u monetarnoj strategiji (Issing, 2008). Osim glavnog cilja, Ugovor o Europskoj uniji definira i sekundarne ciljeve koji uključuju održiv razvoj Europe koji se temelji na uravnoteženom gospodarskom rastu i stabilnosti cijena, visoko konkurentnom socijalnom tržišnom gospodarstvu, s ciljem pune zaposlenosti i društvenog napretka. Kretanje monetarnog agregata M3 u eurozoni prikazano je na grafu 10, ciljanje monetarnog agregata M3 možemo reći da nije bilo uspješno. Kretanje monetarnog agregata M3 u eurozoni od 2001. do 2009. godine drastično je premašivalo zadane ciljeve, dok je od 2009. godine do 2015. godine monetarni agregat M3 bio ispod prosječne razine od 4,5%.

Stoga 2003. dolazi do reforme monetarne strategije ECB-a čime strategija ciljanja agregata biva zamijenjena strategijom ciljanja inflacije. Ekonomska analiza postaje u stvari prvi stup monetarne politike ECB-a. Razlog ovome moramo tražiti u daljnjem razvitku koncepta konzervativne centralne banke u situaciji dominacije financijskih tržišta i visokog stupnja financijalizacije.

Graf 7. Kretanje M3 u eurozoni



Izvor: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html

Osnutkom Europske centralne banke Bundesbanka više ne kontrolira monetarnu sudbinu Europe, kao što kontrolirala EMS, no ne kontrolira više ni monetarne poslove Njemačke. No Bundesbanka nipošto nije degradirana jer je ECB, na mnogo načina, proširenje njemačke monetarne politike stvorene nakon Drugog svjetskog rata. Institucionalna struktura

ECB-a također je preuzeta od Bundesbanke, a najvažniji doprinos njemačke središnje banke- posvećenost niskoj i stabilnoj inflaciji- je njihova ideja vodilja za monetarnu politiku ECB-a.

3.2. UTJECAJ BUNDESBANKE NA IZBOR INSTRUMENATA MONETARNE POLITIKE ECB-A

Svaka centralna banka ovisno o stupnju razvijenosti financijskog sustava i temeljnom cilju i strategiji svoje politike nastoji dizajnirati najučinkovitije instrumente. S obzirom na centralne odluke o monetarnoj politici u eurozoni i načinu njihove dencentralizirane provedbe te značaju njemačkog gospodarstva u eurozoni možemo zaključiti sljedeće:

- Kao i odabir strategije, tako i dizajniranje instrumenata monetarne politike ECB-a, bilo je pod snažnim utjecajem Bundesbanke. ECB preuzima većinu instrumenata Bundesbanke i prilagođava uvjetima heterogenog područja eurozone.
- Sklonost niskoj inflaciji postaje preduvjet postavljanja zajedničke kamatne stope refinanciranja banaka za cijelu eurozonu koja neće poticati divergentna makroekonomska kretanja. Naime, u situaciji divergentnih makroekonomskih kretanja i različitih stopa inflacije, zajednička kamatna stopa ECB-a može proizvesti različite učinke. Postavlja se pitanje njene adekvatnosti jer za neke zemlje niske inflacije (npr. Njemačku, Nizozemsku) ona će poticati deflacijsko-recesijsku spiralu, dok će za zemlje viših stopa inflacije (npr. zemlje juga Europe) poticati rast i inflacijska kretanja uz pad konkurentnosti.

Dakle, odabir instrumenata i njihovo dizajniranje je pitanje načela adekvatnosti financijske strukture ekonomija na koje se monetarna politika odnosi, dok je upotreba instrumenata pitanje ekonomsko-financijskih kretanja u pojedinoj zemlji. S obzirom da se stavovi zajedničke monetarne politike donose na nivou ECB-a, a tako i referentna kamatna stopa, a provode se decentralizirano, uvijek postoji mogućnost njene neučinkovitosti uzevši u obzir divergentna kretanja.

ECB koristi sljedeće instrumente monetarne politike: operacije na otvorenom tržištu (open market operation), stalno raspoložive mogućnosti i obveznu pričuvu koje je koristila i Bundesbanka prije stvaranja eurozone.

Operacije na otvorenom tržištu imaju važnu ulogu u upravljanju kamatnim stopama, likvidnosti na tržištu, te signaliziraju stavove monetarne politike.[1] Postoje četiri vrste operacija na otvorenom tržištu koje se bitno razlikuju s obzirom na svrhu i načine provođenja.[2] Najvažniji oblik intervencije na otvorenom tržištu predstavljaju glavne **operacije refinanciranja**. One se provode tjedno i isključivo kao obratni repo s rokom dospijeća tjedan dana. druge po značenju su **dugoročnije operacije refinanciranja** koje se provode mjesečno, kao obratni repo s rokom dospijeća tri mjeseca. Korištenje instrumenata repo moguće je kod **operacija fine prilagodbe**, a operacija izravne kupnje ili prodaje vrijednosnica kod **strukturiranih operacija**, pritom nisu unaprijed definirani rokovi dospijeća i učestalost provođenja, što znači da operacije fine prilagodbe i strukturne operacije središnja banka provodi iznimno i po potrebi. U praksi Eurosustava obratni repo predstavlja efikasan supstitut nekadašnjoj praksi korištenja diskontne politike.

Stalno raspoložive mogućnosti posuđivanja ECB koristi kako bi se smanjila volatilnost kretanja kamatnjaka, te nudi dvije pogodnosti: mogućnost depozita i graničnu mogućnost posuđivanja. Financijske institucije koje radni dan završavaju s viškovima likvidnosti polažu depozit kod Europske centralne banke i na to dobivaju određenu kamatu. Isto tako, institucije koje radni dan završavaju s manjkom likvidnih sredstava mogu koristi pogodnost prekonoćnog zaduživanja uz određenu kamatnu stopu.

Obvezne rezerve su sastavni dio operativnog okvira za monetarne politike u eurozoni.[3] Minimalne rezerve Eurosustava služe za potrebe smanjenja povremenih poremećaja likvidnosti kreditnih institucija i stabilizaciju kamatnjaka na tržištu novca, te dodatno služi kao svojevrsna zaliha likvidnosti kojom Eurosustav obavlja funkciju davatelja likvidnosti (Lovrinović i Ivanov, 2009).

U normalnim vremenima zajednička monetarna politika i provedba instrumenata nije upitna. No, nagomilane makroekonomske neravnoteže posebno su došle do izražaja potaknute financijskom krizom. Prema Statutu ECB nije banka „lender of last resort“ i njena bojaznost za političkim uplivom, posebno u refinanciranju javnih dugova pogođenih zemalja iznjedrila je kašnjenje ECB-a u odgovoru na krizu te sporost u intenziviranju pojedinih oblika instrumenata. Stavovi Njemačke i perifernih zemalja u provedbi monetarne politike ozbiljno divergiraju. Dolazi do oštre kritike ovih mjera od strane Bundesbanke. Kao odgovor na krizu

[1] https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html
[2] https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html
[3] www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html

u kolovozu 2008. godine usvojen je set nestandardnih mjera, nazvanih „Pojačana kreditna podrška“.

3.3. NEOVISNOST I TRANSPARENTNOST ECB-A i BUNDESBANKE

Doktrina neovisnosti središnje banke u Europi datira od 1957. godine, kada je uspostavljena njemačka Bundesbank, „prva potpuno neovisna središnja banka.“[4] Statutom iz 1998. godine kojim je osnovana Europska središnja banka (ECB) zajamčena je njena neovisnost. Zakonski okviri su se tijekom vremena mijenjali dajući središnjim bankama sve veće ovlasti, a Ugovorom iz Maastrichta određeno je kako bi središnje banke trebale imati visok stupanj neovisnosti kako bi imale predispozicije za ulazak u ESSB, odnosno kako bi država mogla ući u EMU.

Kako je Bundesbanka, uzimajući u obzir stabilnost cijena, bila najuspješnija i imala najveći stupanj neovisnosti od svih europskih središnjih banaka, zahtijevala je minimalno isti stupanj neovisnosti od ECB-a (Mikhel, 2012).

Ugovor o EZ jamči nezavisnost monetarne vlasti što podrazumijeva da Europska centralna banka i članovi njenih tijela ne mogu tražiti niti primati upute od bilo kojeg drugog tijela. Institucije EU i vlade država članica moraju poštivati to načelo i ne smiju utjecati na ECB, kao ni na nacionalne središnje banke. Sporazum o Europskoj uniji uspostavio je središnju banku pravno samostalnu od političke vlasti (čl. 108 Sporazuma iz Amsterdama) čiji je primarni cilj stabilnosti cijena (čl. 105).

Neovisnost ECB-a implicira ne postojanje direktnih utjecaja vanjskih činitelja u procesu donošenja odluka, tj pretpostavlja potpuno nezavisno tijelo od ostalih institucija i tijela Europske unije i država članica.

Središnja banka može biti neovisna sa stajališta korištenja instrumenata središnje banke i sa stajališta svojih preferencija/ ciljeva. Europska središnja banka ne smije davati zajmove zemljama članicama, no ima mogućnost birati makroekonomske ciljeve koji se razlikuju od vladinih.

[4] http://www.cfr.org/world/germanys-central-bank-eurozone/p29934

Neovisnost ECB-a temelji se na:

- institucionalnoj neovisnosti – nacionalne središnje banke u Upravnom vijeću ESB moraju imati visok stupanj neovisnosti,
- operativnoj neovisnosti – ECB je potpuno slobodna u odabiru i provedbi monetarnih instrumenata,
- osobnoj neovisnosti – članovi Upravnog vijeća imaju duge i neopozive mandate,
- financijskoj neovisnosti – neovisne nacionalne središnje banke su jedine upisale kapital ECB.

Njemačka Bundesbanka opetovano je dolazila u sukobe sa njemačkom vladom radi pitanja neovisnosti. Više puta tokom povijesti neovisnost Bundesbanke bila je napadnuta, no ključan stav o neovisnosti središnje banke od utjecaja vlade postao je ideja vodilja za najbolje postizanje primarnog cilja središnje banke. Možemo primijetiti kako je neovisnost centralnih banaka bio jedan od ključnih uvjeta pri pridruživanju EMU. Isto tako neovisnost središnje banke je nasljedstvo Bundesbanke koje je krucijalno u postojanju iste. Promotrimo li tablicu 3. vidjet ćemo kako je Bundesbanka kroz povijest imala najveći stupanj neovisnosti, te je to nasljedstvo preuzela Europska središnja banka.

Tabela 3. Politička neovisnost izabranih centralnih banaka prema GMI indeksu

Zemlja	Indeks političke nezavisnosti
Engleska (1694)	3 (6)
Francuska (1800)	5 (5)
FED (1913)	5 (2)
Bundesbanka (1870)	6 (7)

Izvor: Ilieva, J. i dr, The Changing Role of Central Banks in Market Economies

ECB mora biti transparentna kako bi zadobila kredibilitet u monetarnim odlukama i povjerenje koje je potrebno u EMU. Statutom ECB je utvrđeno da predsjednik mora prezentirati godišnje izvješća o aktivnostima ESSB i monetarne politike Europskom parlamentu.

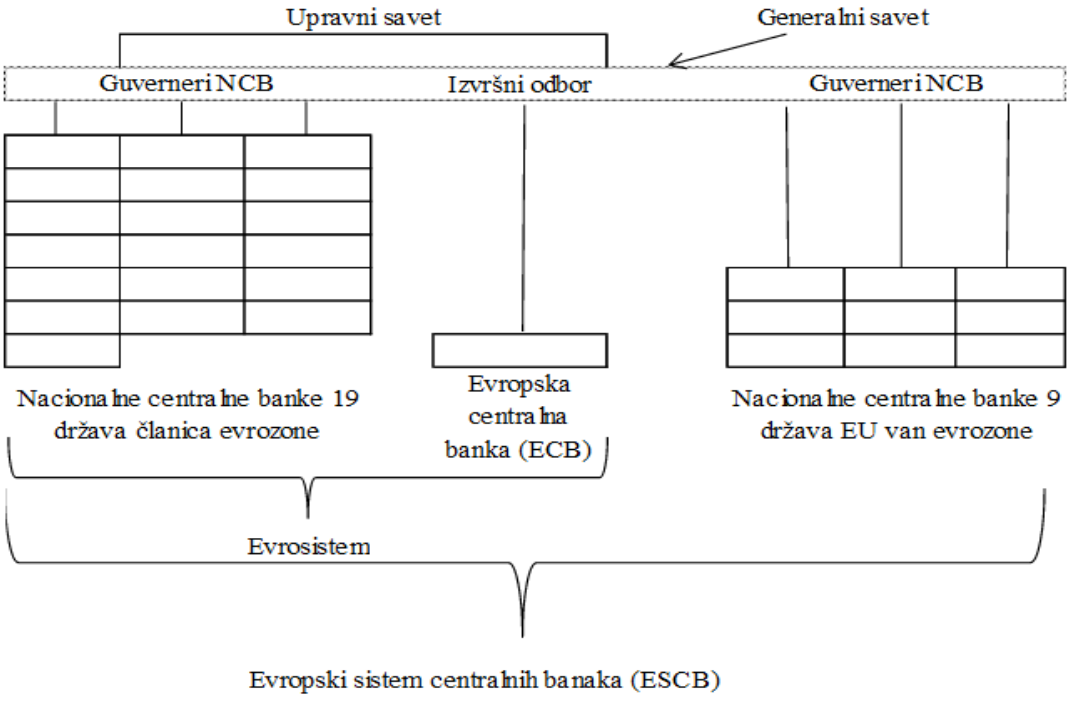
Najveći kredibilitet i podršku njemačkog naroda Bundesbanka je ostvarila upravo na temelju dosljednosti provođenja ciljeva, te transparentnosti postignutih i zacrtanih ciljeva u

provođenju monetarne politike. Da bi zadobila kredibilitet ECB također mora biti otvorena i jasna oko ciljeva i stavova monetarne politike. Također mora biti odgovorna javnosti. ECB poboljšava svoj kredibilitet jasnim stavom o svom cilju i načinima njegova ostvarenja. Transparentnost pomaže javnosti u razumijevanju ECB monetarne politike, a bolje javno razumijevanje čini politiku efektivnijom.

Možemo zaključiti kako je i transparentnost nasljeđe Bundesbanke koje je Europska centralna banka prihvatila. Vrijedi pravilo: što je središnja banka neovisnija to mora biti i transparentnija kako bi publika imala načina pratiti i ocijeniti njen rad. Ustrajnost u provođenju ciljeva središnje banke jača njen kredibilitet, a njena otvorenost predstavlja novi kanal u strategiji monetarne politike.

Središnje banke u cilju postizanja svojeg cilja, razvijaju i specifičnu organizacijsku strukturu. Organizacijska struktura središnje banke je institucionalni okvir donošenja njenih odluka. S obzirom da ECB spada u decentralizirani oblik središnjih banaka jer se eurosistem sastoji od središnjih banaka svih zemalja koje su prihvatile euro, način donošenja odluka je zajednički a njihova provedba decentralizirana. Eurosustavom i ESSB-om upravljaju dva glavna tijela za donošenje odluka ESB-a, Upravljačko vijeće i Izvršni odbor. Treće tijelo za donošenje odluka, Opće vijeće, će postojati sve dok postoji ijedna država unutar EU koja nije prihvatila Euro valutu. Funkcioniranje ovih tijela za donošenje odluka je određeno sporazumom: statutom ESSB i relevantnim proceduralnim pravilima.

Slika 2. Europski sustav centralnih banaka



Izvor: Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), The Economics of European Integration, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 496

Iz navedenoga (slika 2.) možemo vidjeti kako je Bundesbank model poslužio kao primjer i u ustroju ECB-a, sa manjim promjenama, te kako su prijedlozi nositelja politike Bundesbanke u završnoj fazi Ekonomske i monetarne unije prihvaćeni i provedeni prilikom ustroja ECB-a.

Broj donositelja odluka u Upravnom vijeću Europske centralne banke značajno će se povećati kada se nove članice EU pridruže Europskoj monetarnoj uniji. Prošireno euro područje bi moglo dovesti do velikih problema sposobnog i efektivnog djelovanja Upravljačkog vijeća ECB-a. Uključujući šest članova Izvršnog odbora, Upravljačko bi vijeće, nakon proširenja, brojalo više od 30 članova, što bi moglo dovesti do problema učinkovitosti ili problema formiranja interesnih koalicija među zemljama. Postavlja se pitanje: imaju li sve zemlje jednaku važnost (i odgovornost) prilikom donošenja odluka o monetarnoj politici i što ako manje zemlje zbog svoje brojnosti nametnu odluke monetarne politike koje neće odgovarati npr. Njemačkoj? S druge strane s obzirom na svoju važnost u eurozoni mora li Njemačka imati neku vrstu privilegiranosti u odlukama eurozone i je li to „očekivano i normalno stanje“?! Rješenje se našlo u rotacijskom sustavu glasovanja pri čemu je dan veći ponder u donošenju odluka većim zemljama i time Njemačkoj.

4. TENDENCIJE DALJNJEG INSTITUCIONALNOG RAZVITKA ECB-A I ULOGA NJEMAČKE

4.1. PREGLED ISTRAŽIVANJA O „HIPOTEZI NJEMAČKE DOMINACIJE“

Daljnji institucionalni razvitak ECB-a i njenog monetarnog okvira ne može prenebjeći pitanje uloge Njemačke. Stoga se u daljnjem tekstu daje pregled istraživanja o tzv. „hipotezi njemačke dominacije“. Koliko je ona prisutna i je li bila prisutnija u prošlosti? Koliko će moderni izazovi dovesti do slabljenja ove hipoteze prezentirano je u radovima kako slijedi:

Uctum (1996) navodi kako literatura nudi oprečne stavove po pitanju hipoteze njemačke dominacije. U ovom se radu ispituje valjanost hipoteze njemačke dominacije te se analize odnose na europske i međunarodne asimetrije posljednjih deset godina. Rezultati istraživanja pokazuju kako se Bundesbanka ponaša kao svojevrsni vođa, te da do 1990. godine monetarnu politiku provodi egzogeno, a nakon 1990. godine usko surađuje sa svojim europskim partnerima. Analiza tržišta pokazuje kako je Bundesbanka vodeća firma u Europi, no to tržište nije izolirano od utjecaja SAD-a. Hipoteza njemačke dominacije potvrđena je za razdoblje prije ujedinjenja, no nakon ujedinjenja GDH se odbacuje. Ovi rezultati pomiruju sukobljene stavove GDH u literaturi. Njemačka je prije ujedinjenja pokazivala dominaciju na području eurozone dok je nakon ujedinjenja kroz suradnju sa svojim europskim partnerima utjecaj Njemačke u odabiru i provođenju monetarne politike bio suptilniji. Uctum (1996) ispituje GDH iz dvije perspektive. Prvo se uzima u obzir europski sustav u cjelini, a zatim se dijeli u dva podsustava koji se sastoje od njemačkih kamatnih stopa i ne-njemačkih stopa (francuski i talijanski). GDH se ispituje ***Grangerovim testom kauzalnosti*** između triju europskih zemalja (Njemačka, Francuska i Italija) i SAD-a. Prvo se utvrđuju ***kointegrirajuće relacije temeljene na Johansenovoj proceduri***. Zatim se procjenjuje sustav jednadžbi, uključujući odstupanja od dugoročne ravnoteže, metodom ***naizgled nepovezane regresije*** (engl. seemingly unrelated regressions, SUR). U drugom dijelu analiziraju se impulsne reakcije središnje banke i tržišta novčanih inovacija koje potječu iz jedne od zemalja. Provodimo ove testove pod pretpostavkom da je SAD neovisna ekonomija koja trenutno ne utječe na europske inovacije.

Rezultati pokazuju da su izbor kamatne stope i pravilno modeliranje dugoročnih uvjeta ravnoteže od krucijalne važnosti za testiranje europske i međunarodne asimetrije. Točnije,

možemo vidjeti da je ***do 1990. godine, GDH potvrđena*** kada je analiza provedena s interventnim cijenama, ali ne s kratkoročnim cijenama. ***Nakon 1990. godine, GDH se odbacuje.***

Debrun (2001.) Predlaže model u kojem države pregovaraju o vrsti Europske središnje banke, definiran kao skup relativnih vrijednosti pridodanih individualnim potrebama u zajedničkoj ciljnoj funkciji banke. Pronalazi uvjete prema kojima je „hipoteza sestre blizanke" Nash pregovarački ekvilibrij. Model naglašava potencijalni utjecaj relativne vrijednosti koju u svojim rukama drži svaka zemlja Europskog monetarnog sustava (EMS). U ovom radu polazi se od načela da tip ECB odražava oblik zajedničkog gubitka funkcije kojeg nacionalne vlade žele smanjiti pod EMU. To je prilično općenit način za skupljanje raznih institucionalnih aspekata oblikujući položaj politike ECB-a, kao što su definiranje mandata, eksplicitna ili implicitna pravila odlučivanja unutar odbora ili prvi izbor imenovanja. Postavlja se implicitna, ali ipak konvencionalna pretpostavku da su ti institucionalni aspekti u konačnici važni za tijek politike. Koristeći jednostavnu pregovaračku igru dviju zemalja, identificiraju se dva motiva koji objašnjavaju zašto bi ECB možda prihvatila položaj politike umanjujući funkciju gubitka koja je na strani njemačkih želja. Rezultati počivaju na pretpostavci da je EMU pregovarala protiv alternativnog režima implicitne monetarne suradnje temeljene na fiksnim tečajevima: EMS. Prvi motiv za promatranje TSH je učinak delegiranja. Potonji navodi da ako vlade gledaju na sudjelovanje u EMU kao jedinstvenu priliku za izgradnju vjerodostojnog institucionalnog ustrojstva podržavajući obvezu stabilnosti cijena, one će biti slabije u pregovaračkoj igri i složiti se o njemačkom tipu ECB-a. Učinak delegiranja prirodno nestaje ako je zemlja uvjerena da se izgradnja vjerodostojnih monetarnih institucija može ostvariti isključivo na nacionalnoj osnovi, neovisno o EMU. Drugi motiv za promatranje TSH je EMS učinak. Motiv tvrdi da relativni položaj zemalja u EMS utječe na njihovu pregovaračku moć i time vrstu ECB-a. Konkretno, ako Njemačka bude dominirala EMS-om u vrijeme pregovaranja EMU, bilo bi malo poticaja da ECB odražava prosječne europske sklonosti i postojala bi želja da zajedničke institucije usvoje stav politike sličan Bundesbanki. Sve u svemu, ovi argumenti nude dva prihvatljiva objašnjenja za dojam da se ECB ne ponaša vrlo različito od njemačke Bundesbanke

Salvatore (2002) ispituje „hipotezu njemačke dominacije", te tvrdnju da je Njemačka bila dominantna u stvaranju monetarne politike u Europi u razdoblju prije EMU-a, i stoga je upravo Njemačka bila zemlja koja je u najširem smislu usvajanjem eura 1999. godine izgubila neovisnost. Rezultati istraživanja pokazuju kako je Njemačka bila dominantna europska

zemlja, te su druge središnje banke EMS-a, osim za Bank of England, slijedile monetarnu politiku Bundesbanke. Drugim riječima, sve zemlje EMS-a osim Njemačke napustile su monetarnu samostalnost puno prije ulaska u EMU, te je zapravo Njemačka jedina zemlja koja je kroz EMU zapravo izgubila svoj suverenitet. Zemlje koje su već prije napustile monetarnu neovisnost ulaskom u EMU stekle su utjecaj monetarne politike sudjelujući u radu ECB-ovog upravnog vijeća odgovornog za kamatnu politiku u eurozoni. Potencijalni gubitci koje su te zemlje imale ulaskom u EMU daleko su manji od dobitaka koje nosi zajednička valuta i pravo sudjelovanja u odlukama upravnog vijeća ECB-a.

Bajo-Rubio i Montavez-Graces (2002.) preispituju hipotezu njemačke dominacije. U radu se koristi ekonometrijska metodologija temeljena na ***Grangerovom testu kauzalnosti*** između kamatnih stopa u Njemačkoj i drugim zemljama EMS-a. Utvrdit će se redoslijed pomaka za svaku varijablu pomoću Hsiaovog (1981) sekvencijalnog pristupa, koji se temelji na Grangerovom testu uzročnosti.

Rezultati će podržati slabu verziju hipoteze njemačke dominacije tijekom djelovanja u EMS-u. Iako nije „dominantan igrač“, Njemačka ima ulogu „vođe“, to jest posebnu ulogu u EMS-u.

Booth (2005) objašnjava „hipotezu njemačke dominacije“ GDH kao situaciju u kojoj Bundesbank jednostrano određuje monetarnu politiku za zemlje EMS-a. Ovaj rad preispituje GDH provodeći test uzročnosti kamatnih stopa na tržištu novca. Navodi se kako su empirijski dokazi GDH mješoviti: Karfakis i Moschos (1990) i Kirchgassner i Wolters (1993) podržavaju GDH. Za razliku od toga, von Hagen i Fratianni (1990) tvrde da Njemačka ne dominira u sustavu, ali je njen utjecaj vidljiv. Katsimbris i Miller (1993) i Hassapis et al. (1999), tvrde da dominantan igrač može biti izvan EMS, te da su zaključci koji se odnose na GDH osjetljivi na uključivanje SAD-a. Booth(2005) insiunira kako empirijska analiza ne predstavlja dokaz za njemačku dominaciju u EMS-u, već naprotiv, kako je SAD utjecao na cijene u EMS-u u početnim godinama, te kako se Njemačka dominacija očituje uglavnom preko manjih susjednih zemalja, Danske, Belgije i Nizozemske.

Feridun (2005.) ispituje „hipotezu njemačke dominacije“ u kontekstu proširenja Europske unije na zemlje bivšeg Istočnog bloka, konkretno na Češku i Slovačku. Ova studija pokazuje važnost europske integracije i prelijevanje učinka integracije na države koje su formalno bile izvan strukture eurozone ili su se pridružile Europskoj uniji sa vremenskim pomakom.

Petrova (2010.) istražuje razloge najčešćih kritika ECB-a vezanih za monetarnu politiku koja je ista za sve zemlje članice, te uzimajući u obzir raznolikosti zemalja različito djeluje na različite zemlje čija gospodarstva nisu usklađena. Dakle, ispituje se da li je ECB-ova monetarna politika korisna za sve članice eurozone ili samo za odabranu skupinu zemalja koje imaju sličan ekonomski profil. U radu se istražuje razina stresa kao razlika između stvarne kratkoročne kamatne stope u zemlji i optimalne kamatne stope u slučaju da je zemlja imala neovisnu monetarnu politiku. Zatim se istražuje „hipoteza njemačke dominacije" prema kojoj Njemačka ima prevladavajuću ulogu u donošenju odluka u ECB-u kao najveća gospodarska sila u eurozoni. Rad također razmatra problem sustava glasovanja „jedna zemlja jedan glas", te postojanje rizika od nacionalnog interesa nad interesima eurozone. Rezultati istraživanja potvrđuju „hipotezu njemačke dominacije" koja sugerira da Njemačka i druge veće ekonomije imaju veći utjecaj na proces donošenja odluka i nižu „razinu stresa".

Empirijska procjena pokazatelja stresa zahtijeva provođenje Taylorovog pravila. Koristi za procjenu optimalne kamatne stope u zemlji kako bi se izračunala pojedinačna razina stresa svake zemlje. ***Taylorovo pravilo*** prikazano je u jednadžbi:

$$(1.1) \quad i_{it} = \pi_{it} + r_{it}^{*} + \alpha_{\pi}(\pi_{it} - \pi_{t}^{*}) + \alpha_{y}(Y_{it} - Y_{t}^{*}).$$

Ona se koristi za procjenu optimalne kratkoročne nominalne kamatne stope dane kao niz gospodarskih uvjeta. U ovoj jednadžbi, r_{it}^{*} je uzeta kao nominalna kamatna stopa za svaku zemlju, a π_{it} je stopa inflacije u svakoj od zemalja članica eurozone. Druga dva izraza predstavljaju razliku između stvarne i ciljane inflacije u EU i razlika između stvarnog i potencijalnog outputa. Kako bi se točnije procijenila optimalna kamatna stopa vrijedi jednadžba:

$$(1.2) \quad i_{it} = (1-\rho)\alpha + (1-\rho)(g_{\pi}\pi_{it} + g_{y}Y_{it}) + \rho i_{t-1} + \varepsilon$$

Nakon što su kamatne stope izračunate, procjenjuje se razina stresa kao razlika između optimalnih i stvarnih kamatnih stopa. Svaka od procijenjenih razina stresa koristi se kao zavisna varijabla u modelu i zove se redom Stres 1, Stres 2 i Stres 3.

U radu se također razmatraju politički čimbenici koji utječu na pokazatelje stresa: glasačka moć zemalja članica, zastupanje u Izvršnom odboru, ekonomske slobode i BDP zemalja. Osim toga, u radu se ukazuje na to da pojedini predstavnici zemlja mogu odražavati svoje

nacionalne stranačke interese prilikom odlučivanja na europskoj razini, te na taj način utjecati na proces donošenja odluka ECB-a.

$$Stress_{it} = \alpha + \beta * Executive\ Board_{it} + \gamma * Economic\ Freedom_{it} + \delta * GDP\ weght_{it} + \varepsilon_{it}$$

Rezultati potvrđuju GDH. Njemačka i druge veće ekonomije imaju veći utjecaj na proces donošenja odluka i iskustvo niže razine stresa. Politički slobodnije i stabilnije zemlje poput Njemačke i Francuske imaju manje razine stresa. Prema regresijskoj analizi, zemlje zastupljene u Izvršnom odboru imaju iskustva više razine stresa.

Prema navedenim istraživanjima možemo zaključiti sljedeće:

- Autori koriste različite ekonometrijske metode i vremenska razdoblja da bi prihvatili ili odbacili navedenu hipotezu. Rezultati su različiti ovisno o vremenskom periodu i metodologiji
- Rezultati istraživanja iako nejedinstveni ukazuju da većina istraživanja ipak potvrđuje hipotezu o njemačkoj dominaciji čime se i potvrđuje naša hipoteza 2.

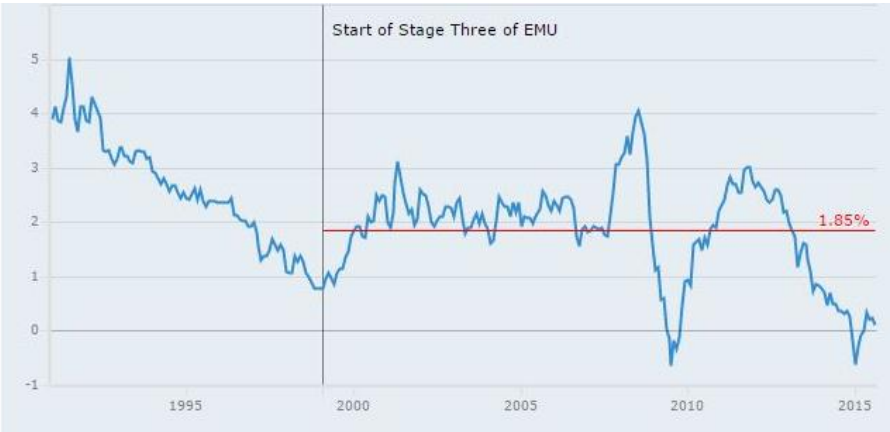
4.2. TENDENCIJE DALJNJEG RAZVITKA INSTITUCIONALNE STRUKTURE ECB-A

Europska centralna banka ima određene sličnosti s Bundesbankom, kao što je objašnjeno u prethodnim poglavljima, te je nepobitna uloga Bundesbanke u institucionalnom kreiranju novonastale institucije ECB-a, ipak zbog različitih obilježja ove dvije centralne banke, postoje bitne razlike između istih.

Europska centralna banka obuhvaća geografski vrlo različita područja što rezultira velikom heterogenosti regija. Velike su ekonomske razlike između zemalja i regija Eurozone što rezultira različitim preferencijama nacionalnih guvernera te činjenicom da će svaki od njih reagirati pod utjecajem prilika u vlastitoj zemlji. Nacionalne centralne banke imaju veliku ulogu u kreiranju monetarne politike Europske centralne banke što rezultira vrlo kompleksnom situacijom uzimajući u obzir da su moguće velike razlike između nacionalnih i regionalnih kretanja ekonomskih varijabli.

Nadalje kako postoje razlike stopa inflacija među zemljama, preuzeta strategija monetarne politike ECB-a ne djeluje jednako na sve zemlje. Stupanj neovisnosti Europske centralne banke veći je od stupnja neovisnosti Bundensbanke u smislu kreiranja i provođenja monetarne politike, no uzevši u obzir snažnu fiskalnu politiku, Bundesbanka nadoknađuje ovaj „nedostatak". Razlike ECB-a i Bundesbanke također možemo vidjeti u reformi strategije monetarne politike i napuštanju ciljanja monetarnih agregata, zatim reformi te uvođenju nekonvencionalnih mjera monetarne politike u razdoblju krize.

Graf 8. Kretanje stope inflacije u Eurozoni od 1992. – 2015. godine



Izvor: Eurostat: Data prior to 1996 are estimated on the basis of non- harmonised national Costumer Price indices (CPIs).

Stopa inflacije u razdoblju od 2000. godine do 2001. godine u većini situacija prelazila je granicu od 2%. kao što prikazuje graf 8. Petting i Kellermann (2001) navode kako su najčešće kritike upućene ECB-u zanemarivanje drugoga cilja cikličke podrške sredstvima monetarne politike zbog čega su se pojavili zahtjevi za višu ciljanu inflaciju i/ili aktivniju monetarnu politiku.

De Gruwe (2002, 2005) navodi kako ECB ne reagira dovoljno brzo snižavanjem kamatnih stopa na fluktuacije ekonomskog ciklusa iz sljedećih razloga: (I) različit mandat ECB-a, (II) nužnost da izgradi kredibilnost kao nova institucija, (III) različiti teorijski pristupi i (IV) veće asimetrije u zemljamaEurozone.

De Grauwe (2002) također oštro kritizira ECB-ovu politiku na „dva stupa" smatrajući da se veći naglasak stavlja na monetarnu analizu, te se optužuje ECB za nekonzistentnost. Kritike se također odnose na činjenicu da različite zemlje eurozone imaju različite stope inflacije, te inflatorna politika ECB-a može doprinIjeti produbljivanju heterogenosti u eurozoni. Petting i Kellermann (2009) u Tablici 4. navode kritike i solucije rješenja ECB-ove monetarne politike.

Tabela 4. Kritike i prijedlozi reforme ECB-ove monetarne politike

Kritike Jednostrana koncentracija na stabilnost cijena	**Prijedlozi reformi** • Redefinicija zadaća ECB-a: stabilnost cijena i ciklički ciljevi
Nejasna ciljana inflacija	• Simetrična (stoga jednako vrednovanje stopa inflacije koje su preniske i onih koje su previsoke) i viša ciljana inflacija od strane ECB-a (Allsopp/Artis 2003) • Srednjoročna eksplicitno definirana ciljana inflacija (*pinpoint target*) od 2% (a ne koridor, budući da se to ne bi moglo postići u slučaju posebnih utjecaja (Lommatzsch/Tober 2003)
Strategija dva stupa	• Strategija jednog stupa umjesto "strategije dva stupa" (Gerlach 2004) • Mjere ECB-a samo na temelju prvoga stupa, a drugi stup samo kao kontrolni instrument
Oscilacije tečaja	• Vezivanje valuta • "Upravljana fluktuacija" • Ciljani koridori tečajeva vodećih valuta

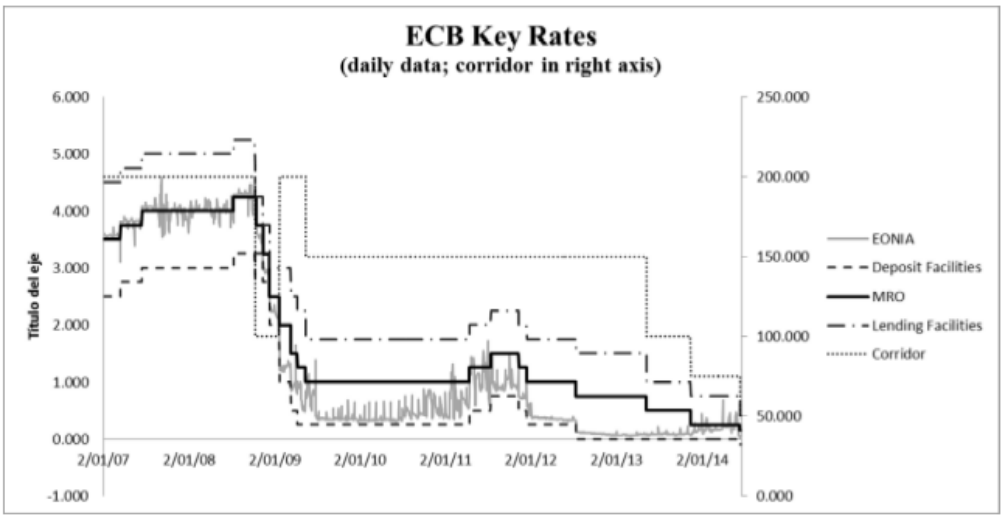
Izvor: Kellermann C., Petring A., (2009) „Nove opcije za europsku ekonomsku i socijalnu politiku" ;Zagreb.

Možemo zaključiti kako je reforma strategije monetarne politike ECB-a bila nužna, te je ista provedena 2003. godine provedena. ECB mijenja svoju strategiju pri čemu ekonomska analiza dobiva na značenju, napušta se strategija ciljanja monetarnih agregata te se prelazi na ciljanje inflacije, pri čemu osim ultimativnog cilja postoje i inflacijska očekivanja kao intermedijarni cilj. Reformom strategije monetarne politike ECB također jasnije definira ciljanje inflacije na ispod ali blizu 2% kako bi se zaštitila od dezinflacije.

Europska centralna banka suočila se s novim izazovima 2007. godine kada se kriza iz SAD-a proširila na države eurozone, te je ubrzo eskalirala do neočekivanih razmjera. U okviru Europskog vijeća, njemačka kancelarka Angela Merkel bila je dominantna politička predstavnica. Međutim, Nemačka je bila dominantna sila zbog veličine i performanse njene ekonomije, s jedne strane, i njene snažne prednosti u vezi ekonomskog upravljanja, s druge strane.

U drugoj polovici 2008. godine dolazi do rasta stope nezaposlenosti u eurozoni, budžetskog deficita, pada cijena nekretnina, pada investicija, produbljenja krize na realni sektor, te općenito pada ukupne potrošnje. Tek u jesen 2009. godine nositelji monetarne politike eurozone priznali su postojanje velikih problema izazvanih krizom koji se trebaju hitno riješiti. Kao odgovor na navedene probleme, ECB drastično snizila ključne kamatne stope u sljedećim mjesecima, te je uvela set nestandardnih instrumenata i mjera monetarne politike.

Graf 9. Ključne stope ECB-a



Izvor: ECB, 2014.

Nakon provedbe spomenutih nekonvencionalnnih mjera monetarne politike počeli su se javljati znakovi stabilizacije na financijskom tržištu. Spred na novčanom tržištu je postupno smanjen, tržište obveznica revitalizirano, stope na kredite banaka smanjene u skladu sa tržišnim stopama, povećano kreditiranje realnog sektora. Poboljšanjem uvjeta na financijskom tržištu i uspostavljanja normalnog funkcioniranja transmisionog mehanizma monetarne politike, krajem 2009. godine neke od nestandardnih mjera postepeno su se isključivale. U koordinaciji sa ostalim centralnim bankama, ECB je ukinula mjeru za opskrbu stranim valutama, dok su ostali elementi pojačane kreditne podrške zadržani.

Kriza državnog duga prouzrokovala je ozbiljne pritiske na tržište vladinih obveznica u nekim zemljama Euro zone. Iako se dužnička kriza ubrzano razvijala, ECB je nevoljko odlučila preuzeti ulogu pružatelja posljednjeg utočišta u slučaju Grčke, Irske i Portugala koje su spašene u manje od godinu dana (od svibnja 2010. do ožujka 2011.). ECB je ovim mjerama indirektno mogla pozajmljivati novac vladama kroz kupovinu nacionalnog duga na sekundarnom tržištu. Kroz taj program ECB je kupila grčke državne obveznice na sekundarnom tržištu, a kako se dužnička kriza širila, ECB je proširila SMP na Irsku, Italiju, Portugal i Španjolsku, koji je uspješno privremeno smanjio rastuće troškove **zaduživanja slika 9.** prikazuje kako je krajem 2011. godine, referentna kamatna stopa ECB smanjena sa 1,5% na 1,25%, a zatim na 1%, čime je započet opadajući trend kretanja kamatnih stopa ka vrijednosti od 0%, koji se nastavio i u 2015. godini.

ECB je krajem 2012. godine donijela novi program kupovine obveznica širom eurozone, koji je nazvan trajne novčane transakcije (Outright Monetary Transactions-OMT). Uvođenje OMT ima za cilj očuvanje funkcioniranja transmisionog mehanizma, putem nesmetanog prijenosa kamatnih stopa u svim državama eurozone i očuvanje jedinstvene monetarne politike uz osiguranje provedbe osnovnog cilja stabilnosti cijena. Činjenica da Njemačka ne podržava OMT program jasno se vidi u odluci Ustavnog suda Njemačke da proglasi OMT program nezakonitim, te je predmet poslat na razmatranje Europskom sudu pravde. Možemo naglasiti kako je tijekom krize Europska centralna banka provela niz nestandardnih mjera kojima se najviše suprotstavljala Bundesbanka.

Naposljetku, kao osnovne probleme koji se javljaju u eurozoni možemo navesti sljedeće:

- Države članice eurozone su strukturno različite (u pogledu veličine, strukture proizvodnje, izvoza, stupnja razvoja, itd.), postoji velika rigidnost tržišta rada, migracije radne snage su ograničene, koherentnost makroekonomske politike je diskutabilna, i automatski mehanizam za fiskalne transfere nije kreiran zbog nedostatka političke volje. Postupak u slučaju prekomjernog deficita se pokazao kao nefunkcionalan i ograničenja vezana za javni deficit i dug nisu bila ispunjena, pa su se pojavile značajne neravnoteže.
- Kriza je imala različite posledice na EMU, zbog kompleksnosti njenog uređenja i različitih stupnjeva razvoja država članica. Neravnoteža između bogatijih i siromašnijih država članica eurozone povećala se tijekom prethodnog perioda, koja je prikrivana vanjskim zaduživanjem manje konkurentnih država.
- Eurozona je od samih svojih početaka imala institucionalne nedostatke, koji su vremenom, došli do izražaja. Neusklađenost fiskalne politike, te neodgovorna fiskalna politika nekih država članica vidljiva kroz proračunski deficit i javni dug, može ugroziti ciljeve zajedničke monetarne politike. U europskoj monetarnoj uniji građani jedne države članice mogu osjećati posljedice neodgovornih političara u drugoj državi članici. Države članice eurozone su pojedinačno i zajedno naučile određene lekcije iz krize.
- Kriza suverenog duga istaknula je pukotine u institucionalnom okviru EMU i nadnacionalnom i nacionalnom upravljanju, zbog kojih je došlo do moralnog hazarda. Prema tome, nedostatak istinske političke integracije podrazumijeva rizike prema

kojima je prva monetarna unija u kojoj su se države članice dogovorile da iz upotrebe izbace nacionalne valute i uvedu novu jedinstvenu valutu-euro. U vođenju ekonomske politike se kombinira centralizirana monetarna politika i decentralizirana fiskalna politika, koja je ostala u nadležnosti država članica što je neodrživo.

Matthijs i Blyth (2015) u smislu daljnjeg razvoja europskih integracija, rezimiraju sljedeće:

- ukoliko se ne razvije politički proces koji će legitimno ugraditi svoje ekonomske i financijske institucije, budućnost eura bit će neizvjesna
- jasno je koje institucije trebaju biti izgrađene u financijama, upravljanju i politici da bi funkcionirale, a Europa do sada nije zadovoljila ni osnovne minimume
- problem eura je politički problem koji zahtjeva politička rješenja
- glavni aktualni rizici za euro potječu iz pokušaja da se provedu mjere štednje i izvrši strukturna reforma na nacionalnom nivou kao superiorni ciljevi u odnosu na uspostavljanje rasta eurozone i obavljanja političke reforme EU
- međunarodna uloga eura može pomoći inicijalno, ali će na kraju europska domaća politika odrediti njegovu budućnost

5. ZAKLJUČAK

Stvaranje zajedničke monetarne politike i time institucionalni dizajn ECB-a bio je pod snažnim utjecajem Njemačke i njene središnje banke - Bundesbank. Cilj ovog rada bio je objasniti razloge snažnog utjecaja Njemačke na oblikovanje strategije, instrumenata i općenito institucionalnog oblikovanja ECB-a. Kritičkom analizom došlo se do spoznaje da su razlozi institucionalne supremacije, kako u ekonomskom značaju Njemačke, tako i u povijesnom značaju i ulozi monetarne politike Njemačke vođene od strane Bundesbanke. Njemačka marka služila je desetljećima kao sidrena valuta, dok je Bundesbanka oblikovala u značajnijoj mjeri sve europske monetarne aranžmane. Uvođenjem eura kao zajedničke valute i institucionalnim kreiranjem ECB-a, kao organizacije za njeno provođenje, željelo se postići dva cilja:

- Ograničiti moć Njemačke monetarne politike na monetarna zbivanja i međuodnose dosadašnjih monetarnih politika u EU.
- Pružiti mogućnost Njemačkoj, kao dominantnoj EU zemlji u oblikovanju zajedničke monetarne politike cijelog područja eurozone. Zbog izvozne strategije rasta Njemačke, euro je od početka bio zamišljen kao stabilna valuta koju bi zemlje rado imale u svojim međunarodnim rezervama.

Njemačka i posebice Bundesbanka, plašile su se divergentnih ekonomskih kretanja u EU tijekom prošlosti, pa je novostvoreni model monetarne politike trebao umiriti glasače u Njemačkoj kako novostvorena valuta neće biti pod inflacijskim pritiscima. Rješenje se našlo u prihvaćanju monetarne strategije Bundesbanke kao dokazanog borca protiv inflacije, a time i monetarističkog pristupa vođenju monetarne politike temeljene na ciljanju monetarnih agregata i posvećenosti samo jednom cilju – cjenovnoj stabilnosti (konzervativna centralna banka).

Dano rješenje smatralo se i pragmatički opravdanim, s obzirom na mogući politički utjecaj različitih zemalja i njihovih ekonomskih interesa u provođenju ovakvog tipa monetarne politike, važnije pravilo od diskrecije, pa ovakve centralne banke u načelu moraju biti što više transparentne i neovisne. Sve navedene karakteristike bile su zbog povijesnih okolnosti (hiperinflacija dvadesetih i regionalni ustroj Bundesbanke) prisutne kod Bundesbanke.

Prva hipoteza potvrđena je na temelju kritičke analize mnogobrojnih izvora koji su upravo u spoju karakteristika Bundesbanke, njene reputacije, te povijesnog značaja njemačke marke s jedne, te pregovaračke moći Njemačke s druge strane potvrdile prvu hipotezu.

Druga hipoteza bila je usredotočena na potvrđivanje teze o njemačkoj dominaciji. Pritom se postavilo pitanje: provodi li se monetarna politika ECB-a prvenstveno u interesu Njemačke s obzirom na njen značaj u eurozoni i EU? Za dokazivanje ove hipoteze, krenulo se s dva aspekta:

- Prvi aspekt bio je analiza procesa stvaranja zajedničke referentne kamatne stope. Uvidom u radove koji su koristili Taylorovo pravilo, ova hipoteza je potvrđena, što znači da provođenje monetarne politike i utjecaj Njemačke nije bio samo u oblikovanju organizacije i instrumenata monetarne politike, već i u njihovoj provedbi.

- Drugi aspekt njemačke dominacije vidi se u reformi odlučivanja o monetarnoj politici pri čemu se željelo većim i razvijenijim zemljama eurozone dati veći ponder u odlučivanju o monetarnoj politici. Na posljetku možemo zaključiti da utjecaj Njemačke i njezine Bundesbanke na institucionalno oblikovanje ECB-a i strategije provođenja monetarne politike je s obzirom na ekonomski značaj Njemačke i fenomenologiju povijesnih oblikovanja i koordinacije monetarne politike u EU razumljiv i očekivan. Treba također naglasiti da zbog veličine i analitičkog kapaciteta same Bundesbanke je za očekivati dominantniji utjecaj Bundesbanke na formuliranje i oblikovanje monetarne politike ECB-a.

Financijska kriza i potom nastupajuća recesija u eurozoni otvorila su pitanje učinkovitosti zajedničke monetarne politike, kao i divergentnih interesa sjevera i juga eurozone s obzirom na instrumente i način provođenja zajedničke monetarne politike „njemačkog tipa“. Naime, mnogobrojni analitičari doveli su u pitanje svrhu zajedničke monetarne politike i značaj jakog eura u nagomilavanju ekonomskih neravnoteža, posebice u perifernim zemljama eurozone. Za sada je ovaj problem donekle institucionalno riješen, iako uz zamjerke Bundesbanke. Djelomična nejedinstvenost u provođenju ili kašnjenju antikrizne monetarne politike odraz je upravo institucionalnih nedostataka ECB-a (nepostojanje Lender of last resort), kao i posvećenost samo jednom cilju monetarne politike, a to je stabilnost cijena. Brža ekonomska konvergencija između sjevera i juga eurozone vodit će i učinkovitijoj

monetarnoj politici. U onoj mjeri u kojoj u zemljama juga bude prevladavala strategija razvitka temeljena na izvozu, u tolikoj mjeri će i njemački utjecaj u oblikovanju monetarne politike biti prihvaćeniji.

6. LITERATURA

1. Alesina, A. i Grilli, V., (1992.): The European central bank: reshaping monetary politics in Europe, Cambridge: Cambridge University Press
2. Balassone, F. i Nicoletti Altimari, S., (2011.): Conference in memory of Tommaso Padoa-Schioppa: European integration, Rim
3. Baldwin, R., Wyplosz, C., (2009), The Economics of European Integration, McGraw-Hill International UK Limited, London. Str.: 496
4. Baltensperger, E. i drugi, (1998.): Fifty years of the Deutche Mark; Central Bank and the currency in German since 1948, Oxford
5. Bajo-Rubio, O. i Montravez-Garces, M. D., (1999.): There was monetary autonomy on the eve of EMU? The German dominance hypothesis re-visited, Estudios sobre la economia espanola, EEE 52., FEDEA
6. Beetsma, R. and Bovenberg, A. L., (1995): Designing social and monetary institutions for a European monetary union, CEPR Discussion Paper no. 1303.
7. Bilbiie, F. O., (2006.): Designing Domestic Institutions for International Monetary Policy Cooperation: A Utopia?, University of Oxford, Nuffield College
8. Booth, G. G. (2005.): German dominance in the European Monetary System: a reprise using robust Wald tests Applied Economics Letters, 12, str. 463–466
9. Camarero, M. i Ordonez, J., (1999.): Who is ruling Europe? Empirical Evidence on the German Dominance Hypothesis, Univarsity of Nottingham and Department of Ecomomics University Jaume
10. Clarida, R. i Gertler, M., (1997.): How the Bundesbank conducts monetary policy, Reducing Inflation: Motivation and Strategy, University of Chicago Press
11. Cukierman, A., (2002.): Central Bank Independence and Policy Results:Theory and Evidence, Lecture prepared for the International Conference on: "Stabiltity and Economic Growth: The Role of the Central Bank", Mexico City, November 14-15, 2005
12. De Grauwe, P., (2007.): Economics of Monetary Union, Oxford University Press
13. De Grauwe, P., (2007.): The Design of Europian Central Ban, Oxford: Oxford University Press
14. Debrun, X., (2001.): Bargaining Over EMU Vs. EMS: Why might the EBC be the Twin sister of the Bundesbank?, The Economic Journal , 111(473): 566-590.

15. Dyon, F., (2012.): Political Aspects of the Bundesbank: Did the German Central Bank Have the Final Say on German Monetary Union and European Monetary Union?, The Student Economic Review Vol. XXVI
16. Faust, J., Rogers, J.H. i Wright, J.H., (2001), An empirical comparison of Bundesbank and ECB monetary policy rules, International Finance Discussion Papers No. 705, Board of Governors of the Federal Reserve System.
17. Fratzscher, M., (2015.): Lessons for Europe from German Monetary Union, DIW ECONOMIC BULLETIN NO 27/2015 OF JULY 1, 2015
18. Feidrun, M. (2006.): AN INVESTIGATION OF THE GERMAN DOMINANCE HYPOTHESIS IN THE CONTEXT OF EASTERN ENLARGEMENT OF THE EU, PRAGUE ECONOMIC PAPERS, 2, str. 172-182
19. Jovancai A., Stakić N. (2012); Nestandardne mere monetarne politike, UBS
20. Hayo, B., (2001.): European monetary
21. Hubrich, K., (2001.): Cointegration analysis in a German Monetary System, Heidelberg: Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co. KG
22. Issing, O. (1995) Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate? Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium, eds, Horst Siebert
23. Issing, O., (2005.): Why did the great inflatiation not happen in Germany, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87
24. Juncker, J. C. (2015.) : Completing Europe's Economic and Monetary Union, dostupno na: www.ec.europa.eu
25. Kaltenthaler, K., (2005.): The Bundesbank and the Formation of ECB's Monetary Policy Strategy
26. Kandžija, V., Cvečić, I. (2011.): Ekonomika i politika EU, Ekonomski fakultet sveučilišta u Rijeci, Rijeka
27. Kellermann C., Petring A., (2009) „Nove opcije za europsku ekonomsku i socijalnu politiku" ;Zagreb.,broj 5
28. Krugman, P., (1989.): Policy problems of a Monetary Union, unpublished
29. Lohmann, S., (1996.): Federalism and Central Bank Autonomy: The Politics of German Monetary Policy, 1957.-1992., Pasadena, California: California Institute of technology
30. Matthijs, M., Blyth, M, (2015.):The Future of the Euro, Oxford University Press, New York, 249-269. Str.: 263-268.

31. Madžar, L. (2013) Poslovanje sa Evropskom unijom, European Union Competition Policy
32. Mikhel, R. (2012.): German influence on the EU monetary policy, JUNUJU MOKSLININKU DARBAI, no. 4 (37)
33. Mintas-Hodak, Lj. (2004.): Povijest europskih integracija, Uvod u Europsku uniju, Mate: ZagrebMikhel, R., (2012.): German influence on the EU monetary policy
34. Ministarstvo vanjskih poslova i europskih integracija: Priručnik o EU za državne službenike RH
35. Nikolić N., Pečarić P., (2007); Osnove monetarne ekonomije, Split: Naklada Protuđer
36. Paczynski W. (2006): Regional Biases and Monetary Policy in the EMU, cASE, manuscript
37. Padoa-Schioppa, T., (2004.): The Euro and its Central Bank, The MIT Press
38. Persson, T. and Tabellini, G., (1996.): Monetary cohabitation in Europe, American Economic Review Papers and Proceedings
39. Petrova, T. D.,(2010.): How European is the European Central Bank's Monetary Policy?, Illinois Wesleyan University
40. Radošević, D (2012) „Kapitalni tokovi, tečaj i Europska monetarna unija“, Zagreb: Jesenski i Turk
41. Reade, J.J. i Volz, U., (2011.): Leader of the pack? German monetary dominance in Europe prior to EMU, Economic Modelling, 2011, vol. 28, issue 1-2, pages 239-250
42. Salvatore, D. (2002.): The Euro, the European Central Bank, and the International Monetary System, Annals of the American Academy of Political and Social Science, 579 (Exchange Rate Regimes and Capital Flows): str. 153-167.
43. Sošić, J. (2008): Mobilnost faktora proizvodnje (rada i kapitala) u Europskoj uniji. *D*iplomski rad Sveučilište Jurja Dobrile u Puli,
44. Scheller, H. K., (2004.): The European Central Bank history, role and functions, Frankfurt, European Central Bank
45. Uctum, M. (1996.): EUROPEAN INTEGRATION AND ASYMMETRY IN THE EMS, Federal Reserve Bank of New York Research Paper No. 9605
46. Verdun, A., (1999.): The Institutional Design of EMU: A Democratic Deficit?, United Kingdom: Cambridge University Press
47. Vujčić, B. (2003): Euro-Europska monetarna unija i Hrvatska, Masmedia, Zagreb

48. Vujković, I., Vizjak, A. (2000.): Utjecaj monetarne unije i programa uvođenja eura na daljnji razvoj Europske unije, Polit. misao, Vol XXXVII, br. 3, str. 115—135
49. Weber, A. A., (2011.): Challenges for Monetary Policy in the European Monetary Union, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2011, 93(4), pp. 235-42.
50. Winkler, B., (1999): Is Maastricht a good contract?, Journal of Common Market Studies, vol. 37, no. 1
51. Wyplosz, C. (1997). `EMU: why and how it might happen', Journal of Economic Perspectives, vol. 11, no. 4,
52. Zvezdanović J. , Zvezdanović M. (2009.) "Strategija i ciljevi monetarne politike Europske Centralne Banke" Singidunum revija

INTERNET STRANICE:

- Europska centralna banka, https://www.ecb.europa.eu/ https://www.centralbank.ie/about-us/Documents/ECB_Facts_Presentation.pdf

- Europski parlament, http://www.europarl.europa.eu/portal/hr

- https://saylordotorg.github.io/text_macroeconomics-theory-through-applications/s15-02-facts-about-inflation-and-mone.html

POPIS GRAFIKONA:

GRAF 1. „SNAKE IN THE TUNNEL“ 1972 – 1977.....13

GRAF 2. PONUDA NOVCA I INFLACIJA U NJEMAČKOJ OD VELJAČE 1921. DO PROSINCA 1923.....20

GRAF 3. INFLACIJA U NJEMAČKOJ U RAZDOBLJU OD 1971.-1997. GODINE.....21

GRAF 4. KRATKOROČNE I DUGOROČNE KAMATNE STOPE U NJEMAČKOJ U RAZDOBLJU OD 1971. – 1997.GODINE.....22

GRAF 5. CILJANE STOPE RASTA MONETARNOG AGREGATA I NJEGOV RAST U NJEMAČKOJ U RAZDOBLJU OD 1971. – 1997.GODINE.....23

GRAF 6. PRIKAZ ORGANIZACIJSKE STRUKTURE BUNDESBANKE.....24

GRAF 7. KRETANJE M3 U EUROZONI.....32

GRAF 8. KRETANJE STOPE INFLACIJE U EUROZONI OD 1992. – 2015. GODINE.....44

GRAF 9. KLJUČNE STOPE ECB-A.....46

POPIS TABLICA:

TABLICA 1. SASTAV I ODREĐIVANJE VRIJEDNOSTI ECU.....14

TABELA 2. STRUKTURA BUNDESBANKE DO 2002. GODINE.....25

TABELA 3. POLITIČKA NEOVISNOST IZABRANIH CENTRALNIH BANAKA PREMA GMI INDEKSU.....36

TABELA 4. KRITIKE I PRIJEDLOZI REFORME ECB-OVE MONETARNE POLITIKE.....45

POPIS SLIKA:

SLIKA 1. STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE ECB-A.....30

SLIKA 2. EUROPSKI SUSTAV CENTRALNIH BANAKA.....38

SAŽETAK:

Diplomski rad analizira i objašnjava razloge dominacije Njemačke i njene središnje banke (Bundesbank) u oblikovanju i provođenju monetarne politike ECB-a. U radu se dokazalo kritičkim analiziranjem dosadašnje literature da su najznačajniji razlozi supremacije institucionalnih okvira i provođenja monetarne politike od strane Bundesbanke: reputacija Bundesbanke, značajna uloga u povijesti monetarnih aranžmana od strane Njemačke, njemačka marka kao sidro-valuta, te pregovaračka moć Njemačke u procesu kreiranja ECB-a. Također, uvidom u dosadašnja istraživanja, potvrđena je teza o njemačkoj dominaciji u provođenju monetarne politike. Budući odnos i značaj njemačkog modela monetarne politike ovisit će o mogućnosti zajedničke monetarne politike u rješavanju divergentnih ekonomskih neravnoteža eurozone.

Ključne riječi: kreiranje ECB-a, Bundesbank, monetarna politika ECB-a, „teza o njemačkoj dominaciji“

SUMMARY

This thesis analyses and explains the reasons for the domination of Germany and its central bank (Bundesbank) in shaping and implementing the monetary policy of the ECB. This work has proved by critically analyzing the previous literature that the most important reasons for the supremacy of Bundesbank’s institutional frameworks and the implementation of monetary policy: reputation, a significant role in the history of German monetary arrangements, the German Mark as the anchor currency and the negotiating power of Germany in the process of creating the ECB. Furthermore, the examination of the previous research confirms the hypothesis on German domination in the monetary policy implementation. The future relationship and significance of the German monetary policy model will depend on the possibilities of a common monetary policy in addressing divergent economic imbalances in the Eurozone.

Keywords: creating the ECB, the Bundesbank, monetary policy of the ECB, German domination hypothesis