

# MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE

---

Župan, Lucija

Undergraduate thesis / Završni rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:295419>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-22**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni prijediplomski studij (Financijski menadžment)

Lucija Župan

**MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE**

Završni rad

Osijek, 2023.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni prijediplomski studij (Financijski menadžment)

Lucija Župan

## **MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE**

Završni rad

**Kolegij: Makroekonomija**

JMBAG: 0010233935

e-mail: [lzupan1@efos.hr](mailto:lzupan1@efos.hr)

Mentor: prof. dr. sc. Đula Borozan

Osijek, 2023.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics and Business in Osijek  
Undergraduate Study (Financial management)

Lucija Župan


**MONETARY POLICY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK**

Final paper

Osijek, 2023

## IZJAVA

### O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELJEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je \_\_\_\_\_završni\_\_\_\_\_ (navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeći pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitorija Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Lucija Župan

**JMBAG:** 0010233935

**OIB:** 69398801679

**e-mail za kontakt:** lucijazu37@gmail.com

**Naziv studija:** Prijediplomski sveučilišni studij, Financijski menadžment

**Naslov rada:** Monetarna politika Europske središnje banke

**Mentor/mentorica rada:** prof. dr. sc. Đula Borožan

U Osijeku, \_\_16.06.2023.\_\_ godine

Potpis Lucija Župan

# **Monetarna politika Europske središnje banke**

## **SAŽETAK**

Europska središnja banka osnovana je 1998. godine i središnja je banka 20 zemalja članica Europske unije koje su prihvatile euro kao svoju valutu. Glavna zadaća Europske središnje banke je održavanje stabilnosti cijena, to jest osiguravanje niske i stabilne inflacije, koja bi trebala biti ispod, ali blizu 2%. Uz glavni cilj, Europska središnja banka nastoji pozitivno utjecati na zaposlenost, gospodarski rast, i održivi razvoj, upravljanjem kamatnim stopama i deviznim tečajem. Kako bi se ostvarili postavljeni ciljevi europske monetarne politike, Europska središnja banka se koristi instrumentima poput operacija na otvorenom tržištu, politikom eskontne stope, stalno raspoloživim mogućnostima i stopom obvezne rezerve. Kroz istraživanje, u ovom završnom radu, otkriveno je kako su kretanja stope inflacije, koja je izmjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, u razdoblju od 2013. do 2021. godine bila izložena manjim fluktuacijama, koja nisu prekoračila 1,76%. Što se tiče budućnosti monetarne politike, Europska središnja banka, iako izložena brojnim izazovima, poduzima brojne mjere i pokreće brojne inicijative kako bi ostvarila svoj glavni cilj – cjenovnu stabilnost.

**Ključne riječi:** Europska središnja banka, stabilnost cijena, monetarna politika

# **Monetary policy of the European Central Bank**

## **ABSTRACT**

The European Central Bank was founded in 1998. It is the central bank of 20 European member states that use the euro as their own currency. The main task of the European Central Bank is to maintain price stability, that is, to ensure low and stable inflation, which should be below, but close to, 2%. In addition to the main objective, the European Central Bank strives to positively influence employment, economic growth, and sustainable development by managing interest rates and exchange rates. In order to achieve the set goals of the European monetary policy, the European Central Bank uses instruments such as open market operations, discount rate policy, constantly available options and reserve requirements. Through research, in this final paper, it was discovered that the movements of the inflation rate, which was measured by the harmonized index of consumer prices, were exposed to minor fluctuations in the period from 2013 to 2021, which did not exceed 1.76%. As for the future of monetary policy, the European Central Bank, although exposed to numerous challenges, takes numerous measures and initiates numerous initiatives in order to achieve its main goal - price stability.

**Keywords:** European Central Bank, price stability, monetary policy, money

# SADRŽAJ

<b>1. Uvod.....</b>	<b>1</b>
1.1. Predmet istraživanja .....	1
1.2. Ciljevi rada .....	1
1.3. Metodologija rada.....	1
<b>2. Europska središnja banka.....</b>	<b>3</b>
2.1. Povijest i razvoj Europske središnje banke.....	3
2.2. Organizacija Europske središnje banke.....	6
2.3. Strategija Europske središnje banke .....	7
2.4. Eurosustav .....	10
2.5. Monetarna politika nakon uvođenja eura .....	11
<b>3. Monetarna politika Europske središnje banke .....</b>	<b>13</b>
3.1. Ciljevi monetarne politike.....	13
3.2. Instrumenti i mjere monetarne politike .....	14
3.2.1. Operacije na otvorenom tržištu .....	14
3.2.2. Politika eskontne stope.....	15
3.2.3. Stopa obvezne rezerve.....	15
3.2.4. Stalno raspoložive mogućnosti.....	16
3.3. Vrste monetarne politike .....	16
3.4. Upotreba instrumenata monetarne politike Europske središnje banke u razdoblju od 2013. do 2022. godine.....	18
3.5. Razvoj monetarne politike .....	20
3.5.1. Analiza kretanja inflacije u državama eurozone .....	20
3.5.2. Analiza monetarnih kretanja unutar euro područja .....	23
3.6. Izazovi i budućnost monetarne politike.....	26
<b>4. Zaključak .....</b>	<b>29</b>
<b>Popis literature.....</b>	<b>30</b>
<b>Popis grafikona .....</b>	<b>34</b>
<b>Popis slika.....</b>	<b>34</b>



## **1. Uvod**

Europska središnja banka predstavlja jednu od najvažnijih institucija Europske unije (EU) te ima glavnu ulogu u provođenju europske monetarne politike koju slijede sve središnje banke država koje su prihvatile euro kao svoju nacionalnu valutu. Monetarna politika svake države članice EU, definirana je kao dio cjelovite državne ekonomske politike, te ju za pojedinu državu provodi središnja banka. U slučaju država sa zajedničkom jedinstvenom valutom, poput eura, monetarnu politiku u suradnji s nacionalnim središnjim bankama zemalja pripadnica eurozone provodi samostalna institucija - Europska središnja banka.

### **1.1. Predmet istraživanja**

Prvotni Europski monetarni sustav koji je bio odgovoran za monetarnu politiku zamijenjen je 1992. Europskom ekonomskom i monetarnom unijom, koja je uvela euro kao zajedničku valutu. Grupacija monetarnih institucija koja obuhvaća Europsku središnju banku, koja je na monetarnu vlast došla nakon Europske ekonomske i monetarne unije, i središnje banke država članica EU predstavlja Europski sustav središnjih banaka. Europska središnja banka osnovana je 1998. godine, a od 2009. djeluje kao službena institucija EU. Upravo je i predmet istraživanja ovog završnog rada monetarna politika Europske središnje banke.

### **1.2. Ciljevi rada**

Ciljevi ovog završnog rada su opisati povijest i razvoj Europske središnje banke kao institucije, strategije koje primjenjuje, istražiti njezinu monetarnu politiku, te definirati temeljne elemente monetarne politike. Zatim su ciljevi prikazati i analizirati razvoj monetarne politike kroz analizu kretanja inflacije u eurozoni od 2013. do 2022. godine. Nakon toga, cilj je istražiti i pružiti pregled kretanja monetarnih agregata u razdoblju od 2013. do 2022. godine kod država koje su unutar euro područja, te proučiti izazove koji su postavljeni pred monetarnu politiku.

### **1.3. Metodologija rada**

U početnoj fazi izrade ovog završnog rada metodom deskripcije se jednostavno opisuju svi važni pojmovi i procesi bez znanstvenog tumačenja. Uz pomoć povijesne metode opisana je povijest i razvoj Europske središnje banke. Metodom analize raščlanjuju se kompleksni pojmovi povezani s monetarnom politikom i zaključci na njihove jednostavnije segmente. Kauzalna metoda se koristi pri utvrđivanju uzročno-posljedičnih veza između kretanja stopa

inflacije i stopa promjene monetarnog agregata s gospodarskom situacijom u određenim godinama analize. U završnom radu se također koristi metoda kompilacije, proces preuzimanja tuđih zapažanja i navoda. Najviše se primjenjuje deduktivna metoda, koja služi za objašnjavanje činjenica iznesenih u prijašnjim istraživanjima o monetarnoj politici.

Ovaj završni rad podijeljen je u četiri poglavlja. Prvo poglavlje se sastoji od uvoda u kojem se definiraju predmet istraživanja, ciljevi rada, navode korištene metode istraživanja te se opisuje struktura i sadržaj rada. Pojmovno određenje i teorijska podloga Europske središnje banke, u kojem se opisuju osnovni elementi, povijest Europske središnje banke te uvođenja zajedničke valute se nalaze u drugom poglavlju. U tom poglavlju se također navode rezultati prethodnih istraživanja o Europskoj središnjoj banci. Zatim se u trećem poglavlju obrađuju osnovni pojmovi vezani uz monetarnu politiku, poput njezinih ciljeva i instrumenata, te se analizira kretanje inflacije i monetarnih agregata tijekom razdoblja od 2013. do 2022. godine. Također se pri kraju trećeg poglavlja ističu izazovi monetarne politike Europske središnje banke. U posljednjem poglavlju iznosi se zaključak završnog rada.

## 2. Europska središnja banka

Osnivanje Europske središnje banke, tijela EU odgovornog za upravljanje eurom i uvođenje jedinstvene valute u dvadeset zemalja postignuća su od velike važnosti zabilježena u povijesti euro područja. Glavni cilj Europske središnje banke je održavanje stabilnosti cijena, te ga primjenom raznih mjera i strategija nastoji ostvariti.

Ovo poglavlje rada usredotočeno je na povijesni razvoj, organizaciju i ulogu Europske središnje banke u upravljanju monetarnom politikom te njene metode djelovanja i donošenja odluka, strategije koje koristi za postizanje svojih ciljeva, kao i analiza monetarne politike određene države nakon uvođenja eura kao nacionalne valute.

### 2.1. Povijest i razvoj Europske središnje banke

Prema Vukiću (2018), početak osnivanja Europskog monetarnog sustava 1971. započeo je s malom učinkovitošću, no 1974. godine su postignuti prvi napredci kroz upotrebu instrumenata poput fluktuirajućih stopa komunitarne valute<sup>1</sup> te intervencijom Europskog fonda za monetarnu suradnju. Europski fond za monetarnu suradnju je pružio osnovu za uvođenje Europske obračunske jedinice te za uspostavu Europskog monetarnog sustava. Europski monetarni sustav je osnovan 1979. kao fleksibilni sustav za upravljanje deviznim tečajevima i promicanje veće koordinacije monetarne politike među članicama Europske zajednice. Također je uvođenjem Europske obračunske jedinice 1979. uspostavljena službena valutna jedinica.

U svom radu Liberto (2021) navodi kako je tijekom tog razdoblja, a nakon osnivanja Europskog monetarnog sustava, fokus bio na uspostavi zajedničke vrijednosti i jačanju ekonomskih saveza. 1993. godine većina članica Europske zajednice potpisala je Maastrichtski ugovor<sup>2</sup>, što je dovelo do osnivanja EU, 1993. godine. Naknadno, 1994. godine Europski monetarni institut osnovan je od strane EU, a kasnije je 1998. godine prerastao u Europsku središnju banku. Glavna zadaća Europske središnje banke bila je provođenje jedinstvene monetarne politike i upravljanje kamatnim stopama. Do kraja 1998. godine, značajan broj zemalja članica EU-a istovremeno je smanjilo kamatne stope kako bi se prilagodile gospodarskom rastu i pripremile za uvođenje eura. U siječnju 1999. godine, euro je službeno uveden kao zajednička valuta, koju

---

<sup>1</sup> Komunitarna valuta definira se kao oblik papirnato novca koji izdaju organizacije zajednice ili drugi privatni entiteti kako bi se koristio u lokalnom poslovanju (Liberto, 2022.).

<sup>2</sup> Ugovor o Europskoj uniji potpisan je u Maastrichtu, 7. veljače 1992., te čini temelj za osnivanje Europske unije (Europski parlament).

su tada usvojile članica EU-a. Jedanaest europskih zemalja, članica EU-a, tada je učinilo povijesni korak ulaskom u treću fazu ekonomske i monetarne unije. Treća faza uključivala je utvrđivanje konverzijskih tečajeva, uvođenje eura te provođenje jedinstvene monetarne politike u sklopu ESSB-a. Uvođenje eura, 1999., je u konačnici označilo daljnji razvoj Europske ekonomske i monetarne unije, koja je zamijenila Europski monetarni sustav i postala novi okvir za zajedničku monetarnu i ekonomsku politiku EU-a.

Najviši oblik ekonomske integracije predstavlja ekonomska i monetarna unija. Prema Vukiću (2018), ekonomska i monetarna unije označava područje u kojem nema restrikcija u plaćanjima, a tečajevi valuta zemalja koje su članice vode se kao fiksni, dok u slučaju država koje nisu članice tečajevi mogu fleksibilno fluktuirati. Isti autor također navodi kako „monetarna unija predstavlja područje u kojoj se monetarnom politikom i deviznim tečajevima zemalja koje u njoj sudjeluju upravlja na način koji vodi ostvarenju ciljeva ekonomske politike. Potpuna liberalizacija kretanja kapitala, integracija bankarskih i financijskih tržišta zemalja članica i ukidanje fluktuacija u kretanju valutnih tečajeva kroz fiksiranje istih, temeljni su preduvjeti za njeno formiranje“ (Vukić, 2018:40).

Od službenog uvođenja eura kao jedinstvene valute 1999. godine, čitavu odgovornost za provođenje monetarne politike u EU snosi Europska središnja banka. Uz Europsku središnju banku u sustavu monetarne politike su uključene i središnje banke zemalja članica koje su prihvatile spomenutu valutu. Što se tiče ulaska država članica EU-a u eurozonu nakon uvođenja eura 2002. godine (kada su eurokovanice i euronovčanice ušle u optjecaj), bitno je naglasiti kako do 2023. godine Švedska, Danska, Češka, Poljska, Mađarska, Rumunjska i Bugarska nisu prihvatile i uvele euro kao svoju nacionalnu valutu, bilo to zbog posebnog izuzeća (slučaj Danske) ili zbog toga što još nisu zadovoljile potrebne konvergenzijske kriterije (slučaj ostalih navedenih zemalja).

Naime, Danska je posebno pristala na takozvanu „opt-out“ klauzulu tijekom rasprava o članstvu u EU. Kao rezultat toga, to je jedina nacija koja je izuzeta od zahtjeva sporazuma o pristupanju EU da uvede euro. No, zanimljivo je spomenuti kako je službena valuta, danska kruna, čvrsto vezana uz tečaj eura što znači da Danska pomno prati politiku Europske središnje banke kako bi tu vezu održala (Hrvatska narodna banka, 2022). U slučaju Švedske, glavna prepreka uvođenju eura, predstavljaju sami građani, te se svake godine provodi anketa o uvođenju eura. Na posljednjem glasanju, prvi put u zadnjih trinaest godina, većina građana je glasala za uvođenje eura kao nacionalne valute, točnije 54% (Eurobarometar, travanj 2023). Bugarska i Hrvatska pridružile su se sustavu ERM II u srpnju 2020., no Bugarska nije ispunila sve

konvergenjske kriterije za ulazak u eurozonu, posebice kriterije stabilnosti cijena u 2022. Rumunjska teži uvođenju eura, ali još nije i neće moći brzo ispuniti kriterije. Rumunjska je u svojim nacionalnim planovima pomaknula raspored ulaska u eurozonu do 2027. ili 2028. godine (Hrvatska narodna banka, 2022). Politička vlast u Mađarskoj, Poljskoj i Češkoj ne želi razgovarati o uvođenju eura. Iako su se ove zemlje obvezale na euro, još uvijek nisu počele s procesom uvođenja eura, budući da nema određenog datuma za njegovo usvajanje, a uz to ni jedna od navedenih zemalja ne zadovoljava kriteriji konvergencije – stabilnost cijena (Hrvatska narodna banka, 2022).

Slijedi prikaz karte europodručja te njegovog širenja kroz godine, počevši od 1999. kada je euro uveden kao obračunska jedinica, pa do ulaska Litve u europodručje 2015. godine. Na slici su također prikazane države članice EU koje nisu uvele euro.



*Slika 1. Karta širenja europodručja*

*Izvor:* EURO HR (2022). *O euru.* Raspoloživo na: <https://euro.hr/o-euru/>

Europska središnja banka osnovana je u konačnici 1998. godine, no 2009. godine dodijeljena joj je titula službene institucije Unije. Sjedište joj se nalazi u Frankfurtu na Majni, te je trenutna predsjednica Europske središnje banke Francuskinja Christine Lagarde.

Sukladno autorima Hartmannu i Smetsu (2018), Europska monetarna i ekonomska unija označava povijesno značajan projekt kojim su prvih jedanaest država članica EU proglasile i

preuzele euro kao zajedničku valutu, te uvele provođenje jedne zajedničke europske monetarne politike gdje glavnu riječ ima Europska središnja banka. Zaključno s 2023. godinom, eurozona broji 20 zemalja članica europodručja. Iz tog podatka primjetno je kako Europska središnja banka u suradnji s nacionalnim središnjim bankama vodi monetarnu politiku za 345 milijuna stanovnika europodručja.

## 2.2. Organizacija Europske središnje banke

Budući da se eurosustav sastoji od neovisne Europske središnje banke i nacionalnih središnjih banaka država članica europodručja, ono ima nadležnost nad odlukama o monetarnoj politici u europodručju. U nastavku slijedi detaljni prikaz tijela Europske središnje banke koja su odgovorna za donošenje odluka – Upravno vijeće, Izvršni odbor i Opće vijeće.



Slika 2. Pregled tijela odlučivanja Europske središnje banke

Izvor: Hrvatska narodna banka (2023). Europski sustav središnjih banaka. Raspoloživo na:

<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/europski-sustav-sredisnjih-banaka?fbclid=IwAR3TCPR4ZZP6wni1SKQHh2ieXh6-PmciC1j3r7DxrqAop-pgDLpB4QKAn2Q>

Primarno tijelo za donošenje odluka je Upravno vijeće Europske središnje banke, te se sastoji od šest članova Izvršnog odbora Europske središnje banke i guvernera nacionalnih središnjih banaka koji predstavljaju 20 zemalja eurozone. Odgovornosti Upravnog vijeća uključuju formuliranje monetarne politike za europodručje, pod kojom se podrazumijeva i donošenje odluka koje se odnose na monetarne ciljeve, upravljanje pričuvama unutar Eurosustava, važne kamatne stope, i uspostavljanje potrebnih uputa kako bi se navedene odluke mogle realizirati.

Radošević (2018), ističe činjenicu da Izvršni odbor imenuje Europsko vijeće, te se sastoji od predsjednice, potpredsjednika i četiri dodatna člana. Izvršni odbor je odgovoran za davanje pravilnih i potrebnih uputa nacionalnim središnjim bankama država koje pripadaju eurozoni, te za izvršavanje zadataka koji su mu zadani od strane Upravnog vijeća.

Među članovima Općeg vijeća izdvajaju se predsjednik i potpredsjednik Europske središnje banke, te dvadeset sedam guvernera nacionalnih središnjih banaka država članica EU. Radošević (2018) u svom radu navodi kako Opće vijeće nosi „savjetodavnu ulogu u Europskoj središnjoj banci, prikuplja statističke informacije, priprema godišnje izvješće Europske središnje banke, pridonosi uspostavi potrebnih pravila za normizaciju i računovodstvo te izvješćuje o poslovanju nacionalnih središnjih banaka“ (Radošević, 2018:58). U slučaju da sve članice EU jednog dana prihvate jedinstvenu valutu – euro, Opće vijeće će sukladno statutu Europske središnje banke biti raspušteno.

### **2.3. Strategija Europske središnje banke**

Glavna zadaća postavljena pred Europsku središnju banku je održavanje novčane stabilnosti u europodručju osiguravanjem niske i stabilne inflacije, te je za ostvarenje te zadaće potrebna adekvatna strategija. Vukić (2018) napominje kako je strategija monetarne politike, osmišljena od strane Upravnog vijeća, predstavljena 1999. godine, te sadrži izuzetno bitne podatke poput kvantitativne definicije inflacije, definiranje uloge novca, kao i način uočavanja rizika.

Početni element objavljene monetarne strategije predstavlja činjenicu da je monetarna stabilnost određena dostignutom razinom inflacije. Stoga je Europska središnja banka uvela mjerljivu metodu za izračun idealne inflacije, s ciljem da je postigne korištenjem različitih instrumenata monetarne politike. Europska središnja banka je ovu referentnu vrijednost definirala kao godišnju stopu rasta harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HICP) za eurozonu, koja bi trebala ostati ispod 2%. Vukić navodi kako „dobivena kvantitativna mjera u obliku HICP-a predstavlja ključno sredstvo za praćenje stabilnosti cijena eurozone, a koristi ga specijalizirano odjeljenje. HICP se za cijelu eurozonu izračunava kao ponderirani prosjek nacionalnih harmoniziranih indeksa potrošačkih cijena, a ponderi se računaju na temelju učešća troškova stanovništva u nekoj državi članici Eurozone“ (Vukić, 2018:55).

Rastagno i dr. (2021), svojom analizom stope inflacije u europodručju tijekom godina, tvrde kako glavni cilj monetarne politike, održavanje stabilnosti cijena na način da stopa inflacije ne

bi trebala biti viša od 2%, u većini godina nije ni blizu ostvarenja. No, prema analizi inflacije u razdoblju od 2013. do 2021. godine stopa inflacije se kreće između 1% i 2%, što je prilično blizu ciljanoj stopi inflacije. U nekim slučajevima kvantitativna mjera po kojoj se određuje inflacija u europodručju, HICP, je bio blizu, ali ipak iznad 2%, kao na primjer u 2021. godini kada je prosječna stopa inflacije iznosila 2,6%. Prema podacima koje autori iznose u svom radu (2021) može se zaključiti kako Europska središnja banka tijekom većeg dijela svog životnog vijeka nije uspjela u potpunosti ispuniti svoj primarni cilj stabilnosti cijena, barem prema vlastitoj kvantitativnoj definiciji. Do visoke stope inflacije, velikim dijelom dolazi zbog utjecaja vanjskih čimbenika te zbog toga monetarne vlasti, kako ističu Rastagno i suradnici, moraju usmjeriti više pozornosti na mjere koje mogu poduzeti kako bi stabilizirali stopu inflacije, a da one ne utječu negativno na ostatak gospodarstva.

Sljedeća stavka koja je uključena u monetarnu strategiju je funkcija novca. Kako bi se učinkovita europska monetarna politika mogla održati, potrebno je dobro funkcioniranje tržišta novca. Prema Vukiću (2018) loše djelovanje tržišta novca može imati štetan utjecaj na monetarnu politiku i umanjiti njezine napore da stabilizira cijene putem kamatnih stopa. Pompò (2009) ističe kako bi gospodarstvo država koje pripadaju eurozoni trebalo biti više-manje usklađeno, budući da države imaju jedinstvenu valutu – euro, i zajedničku monetarnu politiku – nad kojom Europska središnja banka ima ovlast. Autorica također napominje kako samo vođenje zajedničke monetarne politike može imati nejednake posljedice, koje mogu biti rezultat različitih struktura tržišta novca koje postoje među državama članicama, različitih stopa zaposlenosti, različitih stopa inflacije i različitih kamatnih stopa, te se pretpostavlja kako će i reakcije na takve pojave varirati. Na primjer, inflatorni šokovi, koji su prvo nastali lokalno, prenose se iz jedne zemlje u drugu te u konačnici utječu na cijelu EU, ali na različite načine i u različitim vremenskim razdobljima.

Zadnji bitan dio monetarne strategije se odnosi na mogućnost pravovremenog uočavanja rizika, bili oni identificirani u ekonomskim ili monetarnim kretanjima. Vukić (2018) u svom djelu napominje kako se europska monetarna politika suočava s važnim rizicima u vezi s ekonomskim kretanjima, čije promjene mogu uzrokovati značajne posljedice kada je u pitanju djelovanje politike. Kako bi učinci provedene monetarne politike bili što učinkovitiji, potrebno je primijeniti složene analitičke procedure, među kojima se ističu ekonomski i financijski pokazatelji, poput analize kretanja outputa, pokazatelji cijena i troškova, te analize kretanja deviznih tečajeva i stanja svjetskog gospodarstva. Također je bitno napomenuti kako je



procjena rizika koji su ključni za postizanje stabilnosti cijena osnovni dio strategije Europske središnje banke. Autor također ističe da ekonomska i monetarna analiza predstavljaju ključne korake u procjeni kretanja cijena i čimbenika koji na njih utječu, te Upravno vijeće na temelju njih i donosi odluke vezane uz provođenje monetarne politike.

Strategija monetarne politike Europske središnje banke služi i kao temeljni okvir za donošenje odluka o visini kamatnih stopa. Radošević u svojoj knjizi napominje da je „teoretska osnova monetarne strategije teza o „neutralnosti novca na dulji rok“ (engl. long-run neutrality of money), iako se pritom mora također prihvatiti činjenica da monetarna politika može djelovati na realne makroekonomske varijable, ali u kratkom roku“ (Radošević, 2018:71). Iz navedene teze se može zaključiti kako u kratkom roku, središnja banka može utjecati na promjenu kamatne stope, što će u konačnici rezultirati promjenom varijabli poput outputa ili cijene, dok dugoročno monetarna politika ne utječe na promjene varijabli poput outputa ili zaposlenosti.

Europska središnja banka po potrebi, svakih par godina, provodi preispitivanje monetarne strategije, te je prema podacima prikupljenim sa službenih stranica Europske središnje banke, zadnje preispitivanje zabilježeno 2003. Strategija novčane politike se preispituje kako bi mogle biti izvršene potrebne promjene, kako bi strategija držala korak s europskom gospodarskom situacijom te kako bi bila prikladna i za godine koje dolaze. Postoje brojni razlozi zašto bi se Europska središnja banka odlučila preispitati svoju strategiju, no fokus je stavljen na niske razine kamatnih stopa, restrikcije vezane uz utjecaj na kamatne stope, te utjecaj klimatskih promjena, digitalizacije, globalizacije i promjene financijskih struktura na gospodarstvo (Europska središnja banka, 2023i).

Što se tiče kamatnih stopa kao razloga promjene strategije, smanjenje razine kamatnih stopa može biti uzrokovano sporim kretanjem proizvodnosti, te padom broja aktivnog stanovništva, primjerice uslijed starenja stanovništva. Kao što je maloprije navedeno, postoji ograničenje za smanjenje kamatnih stopa, što je nepovoljno za Europsku središnju banku budući da ona nastoji povećati kamatne stope kao odgovor na visoke razine inflacije, dok se u slučaju kamatne stope ispod ciljane inflacije one smanjuju. 2020. godine kamatne stope su bile blizu nule ili čak u negativnom području, što je predstavilo izazov za Europsku središnju banku jer nije mogla smanjenjem kamatnih stopa poticati gospodarski rast. Kao rezultat toga, uvedene su alternativne mjere kao što su nestandardni alati monetarne politike kako bi se održala cjenovna stabilnost (Europska središnja banka, 2023i). U 2022. Europska središnja banka povećava

kamatne stope s ciljem smanjena potražnje i smanjenja izgleda dugotrajnog povećanja inflacijskih očekivanja (Europska središnja banka, 2022).

Europska središnja banka po pitanju preispitivanja monetarne strategije navodi kako su „usporavanje rasta i naslijeđe financijske krize prouzročili smanjenje kamatnih stopa te time ESB-u i drugim središnjim bankama otežali ublažavanje monetarne politike u razdobljima sporog gospodarskog rasta. Zato smo proširili svoj skup instrumenata. Istodobno, promjene kao što su globalizacija, digitalizacija, starenje stanovništva i klimatske promjene gospodarstvu su donijele nove izazove. Želimo da naša strategija monetarne politike bude što učinkovitija u takvom okružju punom promjena i izazova, sada i u budućnosti.“ (Europska središnja banka, 2023i).

#### **2.4. Eurosustav**

Kako bi funkcioniranje monetarne politike Europske središnje banke bilo jasnije, potrebno je objasniti ključnu podijelu između zemalja Europske unije koje koriste i ne koriste euro kao nacionalnu valutu. Europski sustav središnjih banaka obuhvaća Europsku središnju banku, kao i sve nacionalne središnje banke država koje su u EU, ne uzimajući u obzir činjenicu koriste li euro kao zajedničku valutu ili ne. S druge strane naziv eurosustav obuhvaća Europsku središnju banku i nacionalne središnje banke zemalja koje su prihvatile euro. Pod pojmom „europodručje“ podrazumijevaju se sve države članice koju su već uvele euro. Iz navedenih objašnjenja jasno je kako sve dok postoje države članice EU koje nisu dio europodručja, eurosustav i Europski sustav središnjih banaka će supostojati.

Prilikom uvođenja eura kao nacionalne valute država i prije priključenja eurosustavu mora ispuniti sljedeće konvergenijske kriterije - stabilnost cijena, stabilnost tečaja, te kriteriji za održivost javnih financija i visinu kamatnih stopa na državne obveznice. Ovi kriteriji postavljeni su Ugovorom iz Maastrichta, te im je temeljni cilj osigurati da države koje nastoje postati dio europskog područja ne naruše stabilnosti monetarne unije. Kriterij za određivanje cjenovne stabilnosti temelji se na prosječnoj stopi inflacije u tri zemlje EU koje pokazuju najbolje rezultate u održavanju stabilnih cijena. Ta se prosječna stopa tada povećava za 1,5 postotnih bodova. Kako bi zadovoljile kriterij stabilnost tečaja, zemlje sudionice ERM II<sup>3</sup>,

---

<sup>3</sup> Europski tečajni mehanizam

dvogodišnjeg probnog razdoblja, trebale bi težiti održavanju tečaja unutar raspona od 15% iznad ili ispod utvrđenog pariteta središnjeg tečaja. Država je pokazala svoju sposobnost ako može održavati tečaj unutar unaprijed određenih ograničenja dvije godine tako da uspješno veže tečaj domaće valute za valutu ostalih članica monetarne unije. Sljedeći kriterij koji mora biti zadovoljen predstavlja obvezu zemlje da izbjegne prekomjerni deficit, što znači da proračunski deficit ne bi trebao biti veći od 3% BDP-a te javni dug ne smije prelaziti 60% BDP-a. Što se tiče kriterija visine dugoročnih kamata, prema podacima sa službenih stranica Europske središnje banke (2023j), prosječni prinos na desetogodišnje državne obveznice ne bi trebao biti veći od dva postotna boda od prosječnog prinosa usporedivih obveznica u tri države EU s najboljim rezultatima u pogledu stabilnosti cijena.

Najznačajnije prednosti uvođenja eura uključuju uklanjanje tečajnog rizika, smanjenje kamatnih stopa, mogućnost uspoređivanja cijena s ostalim državama koje koriste euro, nestanak transakcijskih troškova, efikasnost međunarodne trgovine, te prednosti u turizmu (potencijalno povećanje broja turista), dok se kao glavne mane vode početni troškovi koji dolaze prelaskom na euro, potencijalna inflacija, kao i osjećaj gubitka suvereniteta (Hrvatska narodna banka, 2022).

## **2.5. Monetarne politika nakon uvođenja eura**

Monetarnu politiku država koje su dio Eurosustava, u svakoj državi, u suradnji s Europskom središnjom bankom, provodi i nacionalna središnja banka određene države. U ovom završnom radu monetarna politika nakon uvođenja eura analizira se na primjeru Republike Hrvatske koja je od 1. siječnja 2023. postala dio Eurosustava. Nacionalna središnja banka Republike Hrvatske je Hrvatska narodna banka (HNB) čije je sjedište u Zagrebu te je do 2023. godine isključivo ona bila odgovorna za provođenje monetarne politike u državi. Nakon ulaska u Eurosustav Hrvatska narodna banka još uvijek pridonosi oblikovanju i provođenju novčane politike, no ovaj put ne samo za Republiku Hrvatsku nego za cijelo europodručje. Hrvatske banke i dalje direktno komuniciraju i posluju s Hrvatskom narodnom bankom, budući da je ona odgovorna za provedbu zajedničke europske monetarne politike na hrvatskom prostoru.

Primjenom makroprudencijalne politike Hrvatska narodna banka ima utjecaj nad likvidnošću, kapitaliziranošću i nad kreditnom aktivnošću hrvatskih banaka. Dumičić (2015) definira makroprudencijalnu politiku kao skup mjera koje su usredotočene na prevenciju sistemskih rizika i smanjenje vjerojatnosti da financijske institucije, tržišta, infrastruktura i instrumenti

dožive sistemske događaje koji posljedično mogu narušiti financijsku stabilnost sustava. Autorica u radu također navodi kako zbog toga vjeruje da „makroprudencijalni pristup služi za utvrđivanje slabosti financijskog sustava, a podrazumijeva nadzor i mjerenje različitih pokazatelja radi dobivanja šire slike o stupnju financijske stabilnosti i pravodobnog uočavanja rizika koji bi je u budućnosti mogli ugroziti“ (Dumičić, 2015:2).

Prema službenoj stranici Hrvatske narodne banke (2023), nakon što je Republika Hrvatska postala članica eurozone, zadržala je svoju odgovornost provođenja učinkovitog platnog prometa i upravljanje distribucijom i izdavanjem euro novčanica i kovanica. Između ostalog, nastavlja nadzirati provedbu mjera usmjerenih na sprječavanje pranja novca i financiranja terorizma. Uz do sad navedene aktivnosti, HNB također planira nastaviti nadzirati aktivnosti banaka i kreditnih institucija u Hrvatskoj, opskrbiti Europsku središnju banku sa svim potrebnim informacijama o njima, te upravljati međunarodnim pričuvama države.

U svom radu autori Samodol i Jakšić (2021) su primjenom makroprudencijalne politike utvrdili kako se ona i monetarna politika međusobno nadopunjuju te da se „makroprudencijalna politika, kao novost u postupku svladavanja sistemskih rizika, pokazala kao relativno dobra komplementarna politika u odnosu na postojeću monetarnu politiku koja povezuje mikro i makroekonomsku razinu ukupne ekonomske politike“ (Samodol, Jakšić, 2021:98). Ukoliko zajednička europska monetarna politika u nekom pogledu ne bude u potpunosti odgovarala gospodarstvu Republike Hrvatske, Hrvatska narodna banka ima pravo reagirati i utjecati na gospodarstvo primjenom drugih ekonomskih politika, kao što fiskalna, strukturna ili makroprudencijalna politika. Bitno je također napomenuti kako kod implementacije makroprudencijalnih mjera ima, do određene mjere, potpunu autonomiju (Hrvatska narodna banka, 2022).

### **3. Monetarna politika Europske središnje banke**

Održavanje stabilnosti cijena predstavlja primarni cilj monetarne politike Europske središnje banke, te se u ovom poglavlju uz ciljeve definiraju i instrumenti monetarne politike. Očuvanjem vrijednosti eura Europska središnja banka zastupa interese država eurozone, te cjenovnu stabilnost također definira kao najznačajniji način kojim novčana politika može doprinijeti gospodarskom rastu. Između ostalog, u cjelini se kroz godine promatra upotreba instrumenata i mjera monetarne politike, zatim se analiziraju kretanja inflacije i monetarnih agregata, te izazovi koji se nalaze ispred monetarne politike.

#### **3.1. Ciljevi monetarne politike**

Održavanje odgovarajuće količine novca u optjecaju predstavlja glavni zadatak europske monetarne politike, te mu je cilj omogućiti povoljni gospodarski rast uz istodobno kontroliranje razine cijena unutar poželjnog raspona. Kao ciljevi od iznimne važnosti, navedeni u sklopu monetarne politike, ističu se ciljevi vezani uz upravljanje deviznim tečajem, cjenovnu stabilnost, upravljanje visinom kamatnih stopa, promoviranje održivog razvoja, njegovanje kupovne moći i zaposlenosti te kontrola ponude novčane mase (Vukić, 2018:27). Europski sustavi središnjih banaka također nastoje pružiti podršku ekonomskoj politici kako bi se ostvarili postavljeni ciljevi očuvanja i povećanja razine zaposlenosti te ciljevi vezani uz održivi razvoj (Vukić, 2019:53).

Andabaka i suradnici (2016) ističu važnost održavanja cjenovne stabilnosti zbog toga što visoka inflacija predstavlja „...neželjenu pojavu u svakom gospodarstvu budući da smanjuje realnu vrijednost štednje, obeshrabruje investicije, potiče bijeg kapitala iz zemlje, otežava ekonomsko planiranje i komparaciju cijena, povećava rizičnost zemlje, a može uzrokovati i nestabilnost cijelog financijskog sustava“ (Andabaka i dr., 2016:281).

Utvrđeno je kako ostvarenje stabilnosti cijene čini glavni cilj Eurosustava, te izbjegavanjem utjecaja neodgovarajuće razine inflacije, pruža kvalitetne informacije o stanju na tržištu koje poslovni subjekti mogu koristiti za donošenje prikladnih odluka. U svom djelu, Vukić komentira utjecaj promjene cijena na građane te izjavljuje kako „nestabilnost cijena može narušiti ispravnost bilance stanja bankarskog sektora i smanjiti imovinu stanovništva i poslovnih subjekata, što u konačnici donosi financijsku nestabilnost cijelog gospodarstva“ (Vukić, 2018:53). Iz navedenih podataka vidljivo je da Europska središnja banka svojim

angažmanom očuvanja cjenovne stabilnosti značajno pridonosi oblikovanju stabilnosti u cjelokupnom europskom ekonomskom sektoru. Održavanje stabilnosti cijena smatra se ključnim čimbenikom za poticanje održivog gospodarskog rasta. U kontekstu ciljeva monetarne politike, stabilnost cijena uglavnom se shvaća kao postizanje umjereno pozitivne stope inflacije tijekom duljeg razdoblja, umjesto ciljanja stope inflacije od 2% (Radošević, 2018:67).

Acocella (2020) u svom radu ističe kako se politika Europske središnje banke uglavnom temelji na stabilnosti zajedničke valute i monetarne politike te da gospodarstvo eurozone ispravno funkcionira zahvaljujući euru, odnosno jedinstvenoj valuti i funkcioniranju tržišta, što bi trebalo osigurati postizanje ciljeva politike, među kojima se ističu poboljšanje životnog standarda, veći i brži gospodarski rast te rast stope zaposlenosti.

### **3.2. Instrumenti i mjere monetarne politike**

Monetarna vlast ne utječe samo na stopu inflacije nego i na stvarne varijable u gospodarstvu (od kojih je najznačajnija BDP) kroz učinke koje instrumenti središnje banke imaju na kamatne stope, tečaj i ponudu novca. Europska središnja banka monetarnu politiku provodi primjenom instrumenata koji uključuju politiku otvorenog tržišta, politiku eskontne stope, stopu obvezne rezerve i stalno raspoložive mogućnosti.

#### **3.2.1. Operacije na otvorenom tržištu**

Prema Borozan (2019) politika otvorenog tržišta se ostvaruje na otvorenom tržištu, odnosno kupovinom ili prodajom određenih vrijednosnih papira. U razdoblju kada prevladava deflacija u gospodarstvu, Europska središnja banka će reagirati kupovinom obveznica na otvorenom tržištu, što povećava količinu novčane mase, dok će se tijekom inflacije odlučiti za prodaju obveznica kako bi se povećala količina novčane mase na tržištu. Europska središnja banka koristi operacije na otvorenom tržištu kako bi kontrolirala razinu likvidnosti u financijskom sustavu, utjecala na kamatne stope i prenijela svoje stajalište o monetarnoj politici. (Europska središnja banka, 2023f).

Operacije na otvorenom tržištu dijele se na četiri glavne skupine, a to su glavne operacije refinanciranja, operacije dugoročnijeg refinanciranja, operacije fine prilagodbe i strukturne operacije (Radošević, 2018:87). Tjedne operacije povećanja likvidnosti u eurima (glavne operacije refinanciranja) i tromjesečne operacije povećanja likvidnosti u eurima (operacije dugoročnijeg refinanciranja) čine redovne operacije na otvorenom tržištu. Glavne operacije

refinanciranja provode se s ciljem upravljanja kamatnim stopama i likvidnošću financijskog sustava, te predstavljaju i način kojim se utvrđuje trenutno stanje monetarne politike. Operacije dugoročnog refinanciranja se provode s ciljem puštanja likvidnosti, a kod ovih operacija se prihvaća ponuđena kamatna stopa te se koriste za provedbu dodatnog refinanciranja u dugom roku. Operacije fine prilagodbe provode se kada je potrebno, na kratko, smanjiti ili povećati likvidnost u sustavu te neutralizirati učinke promjene kamatnih stopa, dok se strukturne operacije provode kada postoji potreba prilagoditi strukturu likvidnosti u usporedbi s financijskim sektorom.

### 3.2.2. Politika eskontne stope

Eskontna stopa definirana je kao kamatna stopa pomoću koje središnja banka odlučuje hoće li ili neće odobriti kredit poslovnim bankama, te se politikom eskontne stope propisuje uvjete diskontiranja određenih vrijednosnih papira i visinu eskontne (diskontne) stope. U svom radu autorica navodi kako se „povećanjem eskontne stope stvaraju nepovoljniji uvjeti za zaduživanje banaka. Time se umanjuje njihova kreditna sposobnost. Ujedno se može utjecati i na povećavanje aktivne kamatne stope poslovnih banaka, a preko nje i na smanjivanje potražnje privatnih investitora za kreditima. U suprotnom slučaju, tj. smanjivanjem eskontne stope povećava se potražnja za kreditima“ (Borozan, 2019:206).

### 3.2.3. Stopa obvezne rezerve

Prema Vukiću (2018) pojam „obvezna pričuva“ odnosi se na zahtjev da kreditne financijske institucije rezerviraju određenu svotu novca na računima središnje banke razmjerno veličini svojih depozita. Primarni ciljevi sustava minimalnih pričuva Eurosustava su smanjenje (ili povećanje) strukturnog manjka likvidnosti i stabilizacija kamatnih stopa na tržištu novca. Tijekom recesije se obično smanjuje stopa obvezne rezerve, dok se u ekspanziji povećava. Za svaku instituciju komponente njezine bilance služe kao osnova za izračunavanje pričuva. Prema službenoj stranici Europske središnje banke „Banke su trenutačno dužne držati najmanje 1 % iznosa određenih obveza, uglavnom depozita klijenata, kod svojih nacionalnih središnjih banaka“ (Europska središnja banka, 2022).

### 3.2.4. Stalno raspoložive mogućnosti

Stalno raspoloživim mogućnostima kreditnim institucijama se nudi „posuđivanje sredstava putem prekonočnog kredita te deponiranje sredstava putem prekonočnog depozita, uglavnom na kraju radnog dana, uz prekonočno dospijee“ (Borozan, 2019:206). Odredbe i uvjeti za korištenje stalnih mogućnosti jedinstvene su u svim državama koje koriste euro kao svoju nacionalnu valutu. Europska središnja banka zadržava ovlasti za izmjenu ili ukidanje uvjeta za stalno raspoložive mogućnosti prema potrebi. Upravno vijeće povremeno utvrđuje kamatne stope povezane sa stalno dostupnim mogućnostima.

Kako navodi stranica Europske središnje banke (2023k), eurosustav kreditnim institucijama nudi dvije stalne mogućnosti, mogućnost prekonočnog kreditiranja kod središnje banke, uz predočenje dovoljno prihvatljive imovine kao kolaterala i mogućnost za prekonočne depozite kod središnje banke. Kamatna stopa prekonočnog depozita, u lipnju 2023. godine, iznosila je 3,50%, a kamatna stopa prekonočnog kredita je bila 4,25%. Stopa na prekonočni depozit i kamatna stopa na prekonočni kredit određuju donju i gornju granicu prekonočne kamatne stope po kojoj banke međusobno posuđuju na tržištu novca.

### 3.3. Vrste monetarne politike

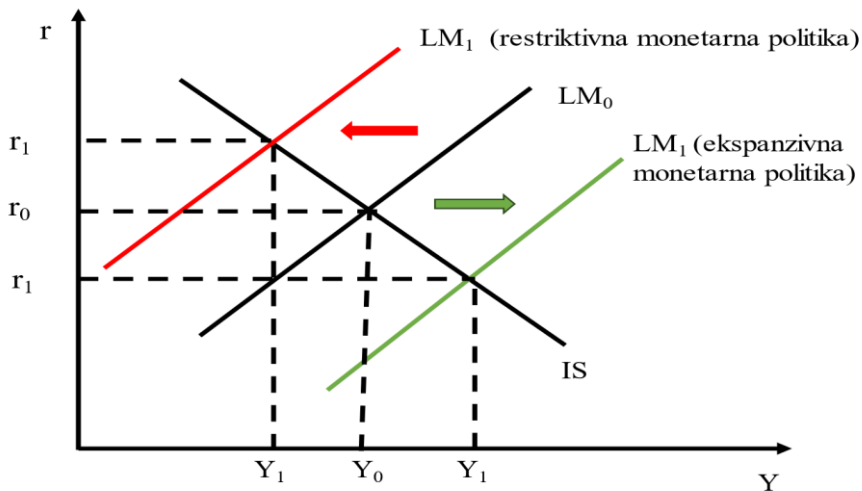
Monetarna politika može se podijeliti na ekspanzivnu i restriktivnu monetarnu politiku. Obje vrste politike provodi Europska središnja banka ovisno o kretanju inflacijskih aktivnosti. Ekspanzivna, pod drugim imenom reflacijska, monetarna politika pozitivno utječe na ponudu novca, ona raste, što uzrokuje povećanje dohotka i zaposlenosti, a smanjuje kamatnu stopu. Politika se realizira kroz primjenu mjera ekspanzivne monetarne politike koje uključuju smanjenje eskontne stope, smanjenje stope obveznih rezervi te ekspanzivnih operacija na otvorenom tržištu, odnosno kupovinom određenih vrijednosnih papira.

Nasuprot tome, restriktivna, odnosno kontrakcijska ili deflacijska, monetarna politika smanjuje ponudu novca, što rezultira smanjenjem dohotka i zaposlenosti, a rastom kamatnih stopa. Kontrakcijska monetarna politika, smanjenje novčane mase, provodi se mjerama poput povećanja eskontne stope, povećanja stope obveznih rezervi te restriktivnim operacijama na otvorenom tržištu, to jest prodajom vrijednosnih papira. Europska središnja banka koristi ekspanzivnu politiku kada je zabilježen pad gospodarskih aktivnosti i pad zaposlenosti, a restriktivnu kada se gospodarske aktivnosti i zaposlenost povećavaju. Primjenom ekspanzivne



i restriktivne monetarne politike Europska središnja banka teži uspostavljanju stabilizirane ekonomije.

Slijedi grafički prikaz učinaka ekspanzivne i restriktivne monetarne politike na tržištu roba i novca u kratkom roku.



Slika 3. Učinci restriktivne i ekspanzivne monetarne politike

Izvor: izrada autora

Učinak ekspanzivne i restriktivne monetarne politike prikazan je pomoću IS-LM modela. IS-LM model analizira kako međusobne veze između tržišta roba i novca određuju istodobno ravnotežni realni BDP ( $Y_0$ ) i kamatnu stopu ( $r_0$ ) pri danoj razini cijene. LM krivulja predstavlja ravnotežu na tržištu novca, te na nju utječu promjene monetarnog karaktera, dok na IS krivulju utječu makroekonomske promjene fiskalnog karaktera i reprezentira ravnotežu na tržištu roba i usluga (Borozan, 2019). Na slici 3., u prvom slučaju, prikazan je utjecaj ekspanzivne monetarne politike, odnosno rast ponude novca koja rezultira translacijom krivulje LM udesno pri čemu se povećava realni dohodak ( $Y_1$ ), a smanjuje kamatna stopa ( $r_1$ ). U drugom slučaju utjecajem restriktivne monetarne politike i njezinih instrumenata smanjenje realne novčane ponude rezultira porastom kamatne stope ( $r_1$ ) ciljem održavanja ravnoteže na tržištu novca. Ta promjena vodi pomicanju LM krivulje ulijevo te dolazi do smanjenja realnog dohotka ( $Y_1$ ).

### **3.4. Upotreba instrumenata monetarne politike Europske središnje banke u razdoblju od 2013. do 2022. godine**

Europska središnja banka se u 2013. godini koristila operacijama na otvorenom tržištu, stalno raspoloživim mogućnostima i minimalno obveznim pričuvama kao instrumentima monetarne politike. Prema godišnjem izvješću Europske središnje banke 2013. godine eurosustav je upravljao likvidnošću na tržištu novca putem različitih sredstava, uključujući glavne operacije refinanciranja, redovite tromjesečne operacije dugoročnog refinanciranja, operacije s posebnim datumom dospijeca u trajanju od jednog razdoblja i operacije fine prilagodbe, te su provedene operacije morale biti potpuno osigurane kolateralom (Europska središnja banka, 2014).

U 2014. godini eurosustav je poduzeo niz značajnih novih mjera monetarne politike kao odgovor na niska inflacijska očekivanja i spori rast. „Paket politika uveden 2014. obuhvaćao je tri glavna elementa: snižavanje ključnih kamatnih stopa ESB-a na efektivnu donju granicu<sup>4</sup>, uvođenje serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja i pokretanje dvaju programa kupnje za odabrane vrijednosne papire privatnog sektora. Cilj ovog paketa bilo je ponovno uspostavljanje normalne transmisije monetarne politike i osiguranje daljnje monetarne akomodacije, čime se podupiru krediti realnom gospodarstvu i oporavak europodručja kako bi se održala stabilnost cijena u srednjoročnom razdoblju“ (Europska središnja banka, 2015).

Gospodarstvo europodručja je u 2015. imalo značajne koristi od mjera monetarne politike koje su na snazi od 2014. u sklopu paketa politika te su rezultirale značajnim smanjenjem zahtjeva gospodarstva za zaduživanjem i značajno pridonijele oporavku europodručja. Niz segmenata financijskog tržišta također je značajno ublažen ciljanim operacijama dugoročnijeg refinanciranja, programom kupnje imovine (APP) i negativnom kamatnom stopom na stalno raspoloživu opciju deponiranja kod središnje banke (Europska središnja banka, 2016).

Pozitivan utjecaj mjera monetarne politike zabilježen je u 2016. i 2017. godini te su se pokazale vrlo korisnima u poticanju oporavka i suzbijanju deflacije. Tijekom 2017. godine „daljnja provedba kupnji vrijednosnih papira u sklopu APP-a<sup>5</sup>, nepromijenjene niske kamatne stope monetarne politike, smjernice buduće monetarne politike povezane s ta dva instrumenta kao i ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja osigurali su vrlo povoljne uvjete financiranja i

---

<sup>4</sup> Efektivna donja granica predstavlja točku na kojoj bi daljnje smanjivanje ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke imalo slab ili nikakav učinak na gospodarstvo (Europska središnja banka, 2022).

<sup>5</sup> APP - program kupnje vrijednosnih papira

ostali ključan činitelj jačanja gospodarskog oporavka u europodručju“ (Europska središnja banka, 2018).

U 2018. godini provedene monetarne mjere ustrajale su u održavanju izuzetno povoljnih okolnosti financiranja i poticanju gospodarskog rasta. Kako bi se osigurala kontinuirana održiva konvergencijska inflacija na razine ispod, ali blizu 2% u srednjoročnom razdoblju, Upravno vijeće nadogradilo je svoje smjernice buduće monetarne politike o budućem kretanju kamatnih stopa. Predviđalo se da će ključne kamatne stope u svakom slučaju ostati na istoj razini do ljeta 2019. godine. (Europska središnja banka, 2019).

Upravno vijeće provelo je 2019. godine niz radnji usmjerenih daljnjoj monetarnoj akomodaciji<sup>6</sup>. Te radnje uključivale su novi skup ciljanih operacija dugoročnijeg financiranja, nastavak programa kupnje vrijednosnih papira, smanjenje kamatne stope na stalno raspoložive mogućnosti depozita u središnjoj banci te produljeni vremenski rok za smjernice monetarne politike. U zadnjem kvartalu 2019. godine zabilježeno je blago povećanje temeljne inflacije<sup>7</sup> te naznake da se gospodarski rast stabilizira (Europska središnja banka, 2020). Upravno vijeće nadalje je istaknulo da „bi se kamatna stopa u svakoj operaciji odredila na razini koja je deset baznih bodova iznad prosječne stope koja se primjenjuje u glavnim operacijama refinanciranja Eurosustava“ (Europska središnja banka, 2020). Razlog tome je podatak da su gospodarski uvjeti unatoč poduzetim radnjama još uvijek vrlo negativni.

Kako bi ublažila negativne posljedice pandemije Covid-19 na ekonomiju u europodručju, Europska središnja banka je tijekom 2020. godine poduzela niz mjera, među kojima se ističu – „uvođenje novoga, privremenoga hitnog programa kupnje zbog pandemije, popuštanje kriterija povezanih s prihvatljivošću imovine i kolateralom te ponuda novih operacija dugoročnijeg refinanciranja“ (Europska središnja banka, 2021). Osmišljeno rješenje imalo je ključnu ulogu u stabilizaciji tržišta, kao i postizanju cilja stabilnosti cijena. Zbog nepovoljnih cikličkih kretanja, Europske središnje banke i druge središnje banke nisu bile u mogućnosti ublažiti monetarnu politiku konvencionalnim instrumentima, što je potaknulo reviziju dosadašnje

---

<sup>6</sup> Monetarna akomodacija je kada središnje banke proširuju ponudu novca kako bi potaknule rast gospodarstva. Monetarna politika koja se smatra akomodativnom uključuje smanjenje ključnih kamatnih stopa (Kenton, 2021 a).

<sup>7</sup> Temeljna inflacija je promjena u troškovima dobara i usluga, ali ne uključuje one iz prehrambenog i energetskog sektora zbog toga što cijene tih proizvoda mogu biti previše nestabilne ili jako varirati.

Temeljna inflacija je važna jer se koristi za određivanje utjecaja rasta cijena na dohodak potrošača (Kenton, 2022).

strategije monetarne politike. Pad trenda rasta uzrokovan je usporavanjem produktivnosti, starenjem stanovništva i učincima financijske krize (Europska središnja banka, 2021).

Prema godišnjem izvješću iz 2021. godine Europska središnja banka smatra kako je skup kamatnih stopa monetarne politike temeljni instrument monetarne politike. Središnje banke gube povjerenje u standardne mjere i instrumente monetarne politike te se sve više počinju oslanjati na nestandardne mjere monetarne politike kako bi se borili protiv inflacije. Češća primjena nekonvencionalnih mjera rezultirala je potrebom za preispitivanje postojeće strategije monetarne politike. Analiza standardnih i nestandardnih mjera pokazala je da „svaki od nekonvencionalnih instrumenata (uključujući negativne kamatne stope, smjernice buduće monetarne politike, kupnje vrijednosnih papira i operacije dugoročnijeg refinanciranja) bio učinkovit u povećanju proizvodnje, zaposlenosti i inflacije“ (Europska središnja banka, 2022).

U 2022. godini Europska središnja banka je nastavila prilagođavati svoju monetarnu politiku kao odgovor na rat u Ukrajini i dugoročne učinke pandemije u nastojanju da obuzda visoku inflaciju. Tijekom 2022. godine Upravno vijeće je izjavilo kako je prekinulo „neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. pandemic emergency purchase programme, PEPP), a početkom srpnja prekinulo je i kupnje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. asset purchase programme, APP)“ (Europska središnja banka, 2023). U istoj godini je također zabilježeno povećanje glavnih kamatnih stopa Europske središnje banke, te prvi put, od 2014., kamatna stopa na stalno raspoložive mogućnosti deponiranja kod središnje banke više nije bila negativna.

### **3.5.Razvoj monetarne politike**

U sljedećoj cjelini analiziran je razvoj monetarne politike i učinkovitosti njezinih mjera u razdoblju od deset godina na razini cijelog europodručja kroz prikaz kretanja prosječne godišnje inflacije, mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, te kretanje monetarnog agregata M3.

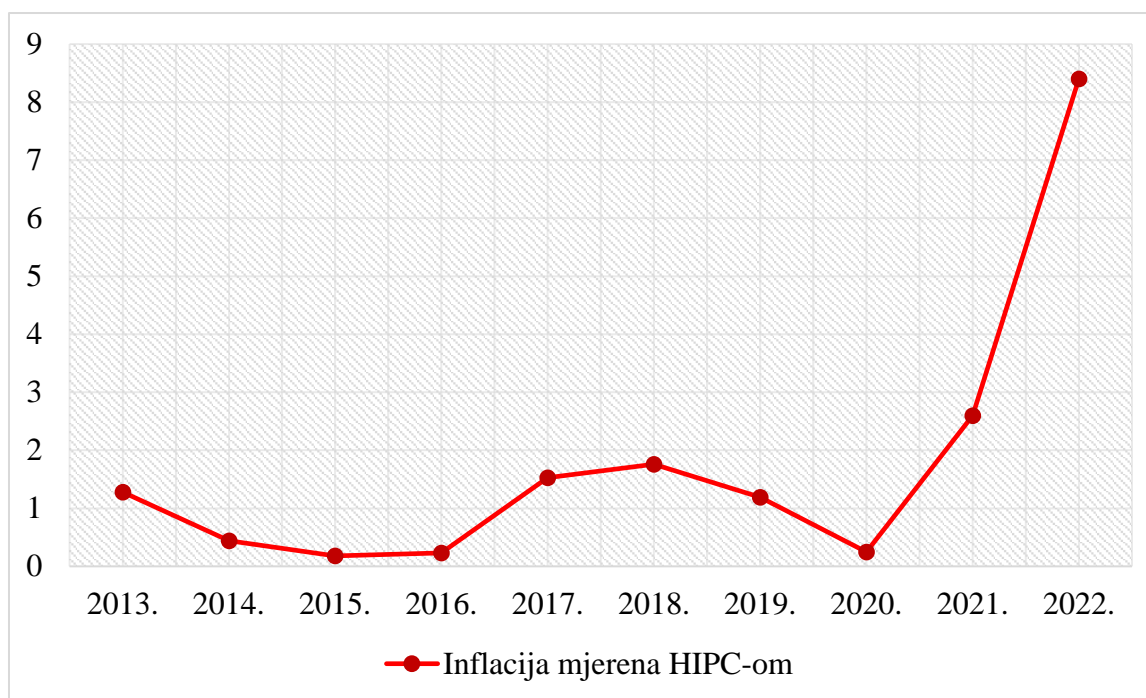
#### **3.5.1. Analiza kretanja inflacije u državama eurozone**

Inflacija je u današnje vrijeme pojam s kojim su gotovo svi upoznati i označava opći rast cijena dobara i usluga, odnosno smanjenje vrijednosti novca. Stopa inflacije je postotni prikaz spomenutog rasta općih cijena i smanjenja vrijednosti novca, odnosno stopa po kojoj raste

razina cijena te koja mjeri brzinu promjene cijena. Pojam deflacija označava pad prosječne razine cijena ili povećanje vrijednosti novca. Granica između inflacije i deflacije predstavlja cjenovnu stabilnost, koja je glavni cilj Europske središnje banke. Acocella u svojoj knjizi tvrdi da „u obavljanju svojih funkcija, posebice u definiranju i provedbi monetarne politike, primarni cilj ESB-a predstavlja održavanje stabilnosti cijena. Upravno vijeće definiralo je „stabilnost cijena kao godišnji prosječni srednjoročni porast od ispod (kasnije ispravljen na "ispod, ali blizu") 2 %, izmjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena u zemljama EZ-a“ (Acocella, 2020:29).

Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC), kao što je spomenuto, služi kao mjera za inflacije potrošačkih cijena unutar europodručja te prati promjene u cijenama dobara i usluga koje stanovnici eurozone kupuju u određenom vremenskom periodu. U samom nazivu indeksa, riječ harmonizirani je iskorištena budući da se sve zemlje, koje koriste euro, pri izračunu indeksa pridržavaju iste metodologije što omogućava lakšu usporedbu podataka između država. Stopa inflacije izvedena iz ovog indeksa koristi se kao jedan od konvergencijskih kriterija za procjenu spremnosti zemlje za članstvo u eurozoni.

Službena stranica Europske središnje banke ističe važnu ulogu Eurostata te kako „svi nacionalni zavodi za statistiku šalju podatke Eurostatu, Statističkom uredu Europske zajednice. Eurostat zatim izračunava HIPC za cijelo europodručje te se brine za kvalitetu nacionalnih podataka tako što prati usklađenost s pravno obvezujućim standardima“ (Europska središnja banka, 2023lj). Slijedi prikaz te analiza kretanja godišnje prosječne stope promjene inflacija koja je mjerena HIPC-om u zemljama eurozone.



*Grafikon 1.* Analiza kretanja godišnje prosječne inflacije mjerene HIPC-om u državama eurozone od 2013. do 2022. godine (u %)

*Izvor:* izrada autora prema podacima Europske središnje banke (2023). Raspoloživo na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html)

Harmonizirani indeks potrošačkih cijena prilikom izračuna uzeo je u obzir dobra i usluge koje građani tipično kupuju ili na koje troše novac poput hrane, pića, odjevnih predmeta, automobila, troškovi mobilnih usluga, najamnina za stan, transportnih troškova i slično. Analizom prosječne godišnje inflacije, mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, u zemljama članicama eurozone vidljivo je kako je u prvih osam godina analize, od 2013. do 2020. godine, stopa inflacije bila relativno stabilna s manjim oscilacijama u 2017. i 2018. godini, kada se kretala ispod, ali blizu referentne stope od 2%.

Najniža prosječna inflacija zabilježena je 2015. godine te je iznosila 0,18%. Dramatično smanjenje cijena sirovina, posebno cijena energije, u drugom dijelu 2014. godine, kada je prosječna stopa inflacije mjerena HIPC-om iznosila 0,44%, pridonijelo je padu godišnje stope inflacije eurozone u 2015. U to doba, zbog niskih stopa inflacije, vladao je strah od deflacije, te se Europska središnja banka odlučila za provođenje nestandardnih mjera monetarne politike, među kojima se ističe proširenje programa kupovine vrijednosnih papira kako bi poboljšala situaciju (Europska središnja banka, 2016). Uz njih nastojala je povećati razinu povjerenja građana kroz povećanje transparentnosti. Autor Benić u svom radu ističe kako je „glavno obilježje suvremene monetarne politike je transparentnost. Naime, središnje su banke u proteklih dvadesetak godina značajno povećale količinu dostupnih informacija koje su

presudne za kreiranje ekonomske politike“ (Benić, 2014:234). Mjere su se pokazale efikasnim budući da je kroz sljedeće dvije godine, 2016. i 2017., stopa inflacije počela rasti.

Iz grafikona 1. je vidljivo kako je inflacija u 2017. i 2018. godini iznosila je 1,53% i 1,76% respektivno. Ove vrijednosti su se nalazile ispod, ali blizu idealne stope od 2%, što ukazuje na relativnu cjenovnu stabilnost euro područja unutar tog razdoblja. Temeljni razlog rasta inflacije 2017. godine bilo je povećanje cijena energenta, kao odgovor na veće cijene plina i nafte (Europska središnja banka, 2018). Zbog pandemije Covid-19 i naglog pada cijena, stopa inflacije se smanjila s 1,19%, zabilježenih u 2019. godini, na 0,25% u 2020. godini. Pad je uglavnom rezultat smanjenja potrošnje na energiju, transport i prehrambene proizvode, odnosno smanjenje stavki po kojim se mjeri harmonizirani indeks potrošačkih cijena. Inflacija je također dramatično pala zbog pada cijena nafte i odgovarajućeg pada gospodarske aktivnosti u vrijeme pandemije (Europska središnja banka, 2021).

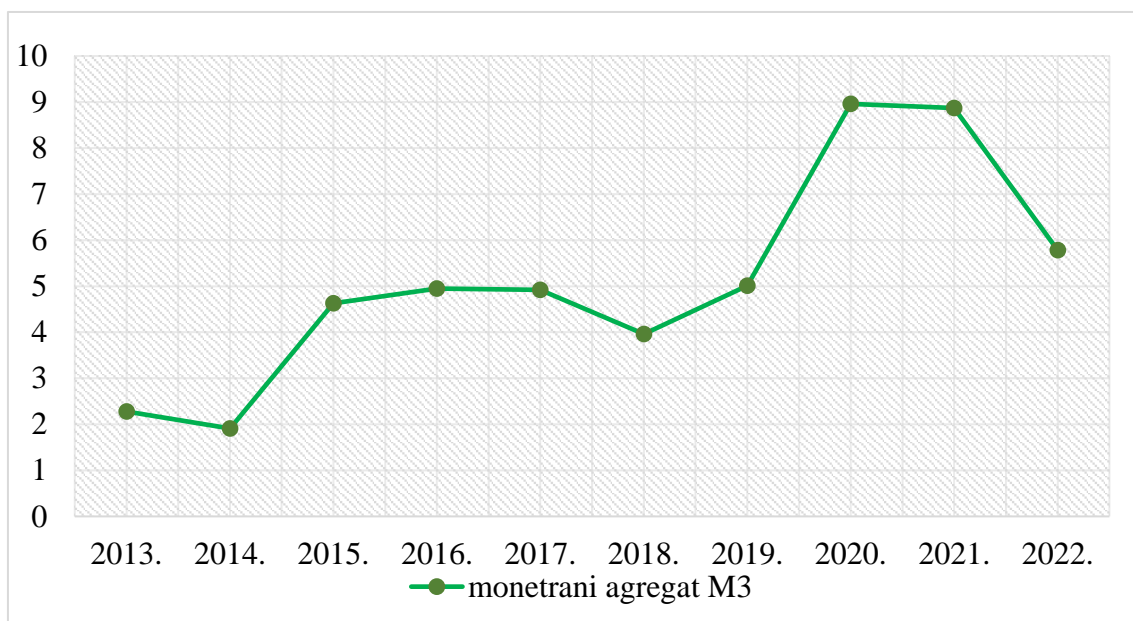
Zahvaljujući akciji preispitivanja monetarne strategije i brojnim mjerama kojim je Europska središnja banka nastojala očuvati stabilnost ekonomije, u 2021. stopa inflacije je porasla na 2,6%. Za rast stope inflacije odgovorni su i troškovi proizvodnje koji su se povećali zbog cijena energije (Europska središnja banka, 2022). U 2022. euro područje je doživjelo značajan skok ukupne inflacije mjerene HIPC-om, s prosječnom godišnjom stopom od 8,4%, što je vidljivo znatno veće od inflacije zabilježene 2021. Glavni razlog ovog povećanja bio je značajan rast cijena energije, zajedno s povećanjem cijena prehrambenih proizvoda zbog rata u Ukrajini. Značajan porast cijena plina odrazio se na cijene energije u cijeloj Europi, što je utjecalo i na porast veleprodajnih cijena električne energije kako ističe godišnje izvješće Europske središnje banke za 2021. godinu (2022). Tijekom cijele 2022. godine bilježe se vrlo visoke stope inflacija, a u zadnjim mjesecima evidentirane su stope inflacije od 10,6% i 10,1%. No, bitno je spomenuti kako se ulaskom u 2023. stope inflacije blago smanjuju.

### 3.5.2. Analiza monetarnih kretanja unutar euro područja

Monetarni agregati predstavljaju skupine financijskih oblika približno istog stupnja likvidnosti, mogućnosti brzog pretvaranja neke vrste imovine u novac. Razlikuju se tri skupine novčanih agregata, M1, M2 i M3. „Danas je monetarni agregat M3 (broad money) bitan pokazatelj monetarnih kretanja u Eurozoni, a ESB-a je definirala još dva analitička monetarna agregata kao sastavne dijelove M3, monetarnog agregata u obliku novčane mase tzv. M1 (narrow money) i monetarnog agregata u obliku likvidnih sredstava tzv. M2 (intermediate money)“ (Vukić, 2018:60).

Prema Borozan (2019) M1 obuhvaća gotovinu u optjecaju i prekonoćne depozite, sredstva koja su u potpunosti likvidna. Ova mjera se također naziva transakcijski novac ili novčana masa pod užom definicijom. Monetarni agregat M2 obuhvaća M1, depozite s ugovorenim dospijecem do dvije godine i depozite s otkaznim rokom do tri mjeseca. To je između ostalog novac koji trenutno ne izvršava funkciju prometnog sredstva, ali u svakom trenutku može postati prometno sredstvo.

Stavka M3 obuhvaća M2, repo ugovore, dužničke vrijednosne papire s rokom dospijeca do dvije godine i izdane udjele novčanih fondova. Ta sredstva imaju ograničenu likvidnost, tj. postaju likvidna kada nastupi unaprijed utvrđeni uvjet (nakon isteka roka oročenja). Vukić (2018) također naglašava važnost monetarnih kretanja kao jednu od ključnih varijabli koje djeluju na donošenje odluka o novčanoj politici, uz inflaciju, promjene fiskalne politike i kretanje plaća. U nastavku ovog završnog rada analizirano je kretanje novčanog agregata M3.



Grafikon 1. Analiza kretanja stope promjene monetarnog agregata M3 unutar euro područja u razdoblju od 2013. do 2022. godine (u %)

Izvor: izrada autora prema podacima Europske središnje banke. Raspoloživo na: <https://sdw.ecb.europa.eu/>

Grafički prikaz kretanja novčanog agregata M3 u razdoblju od 2013. do 2022. godine ukazuje na prisustvo značajnih fluktuacija. Naime, do značajnih promjena u kretanju M3 dolazi velikim dijelom zbog činjenice da obuhvaća prva dva monetarna agregata te stoga ima više stavki koje



su izložene promjenama na tržištu. U 2013. godini monetarna kretanja u eurozoni su bila rezultat značajnih premještanja sredstava iz manje likvidnih instrumenata unutar monetarnog agregata M3 prema rizičnijoj i dugoročnijoj imovini, do kojih je došlo zbog veće sklonosti riziku te želji za ostvarenjem profita (Europska središnja banka, 2014). U prvoj analiziranoj godini monetarni agregat kretao se na prosječnoj godišnjoj razini od 2,28%, te je 2014. godine zabilježio pad na 1,91%. Tijekom 2014. godine Europska središnja banka je koristeći nestandardne mjere monetarne politike te smanjenjem kamatnih stopa pokušala povećati najširi monetarni agregat (Europska središnja banka, 2015).

Prema godišnjem izvješću Europske središnje banke za 2015. godinu „Dva su činitelja bili glavni pokretači monetarnih kretanja u europodručju: (i) snažan rast najužega monetarnog agregata M1, posebno prekonoćnih depozita, na koje su povoljno djelovali oportunitetni troškovi držanja najlikvidnijih instrumenata i (ii) nestandardne mjere ESB-a, posebice ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja najavljene u lipnju 2014. i prošireni program kupnje vrijednosnih papira (engl. asset purchase programme, APP) najavljen u siječnju 2015“ (Europska središnja banka, 2016). Stoga je značajan rast i oporavak novčanog agregata unutar euro područja zabilježen 2015. godine, te je iz grafikona 2. vidljivo kako se kontinuiran rast nastavio u 2016. i 2017. godini, zahvaljujući rastu depozitnog novca u tim godinama. Rast monetarnog agregata M3 je u 2017. godini i dalje bio uzrokovan promjenama najlikvidnijih komponenata te je bio usklađen s tempom monetarne ekspanzije od 2015. godine (Europska središnja banka, 2018).

U razdoblju od 2018. do 2020. dolazi do stabilnog porasta godišnje razine M3. Osnovni razlog rasta M3 bila je češća kupnja vrijednosnih papira u sklopu programa kupovine vrijednosnih papira (Europska središnja banka, 2021). Kao odgovor na krizu izazvanu pandemijom koronavirusa M3 se u 2020. godini znatno povećao, najvećim dijelom zahvaljujući porastu monetarnog agregata M1 (Europska središnja banka, 2021). Najznačajniji rast je zato i ostvaren 2020. godine, kada je iznosio 8,96%, no već 2021. godine godišnja razina M3 blago pada. Prema godišnjem izvješću Europske središnje banke (2022) kreiranje novca je u 2021. također bilo potaknuto najužim monetarnim agregatom M1, što ukazuje na dosljedno povećanje prekonoćnih bankovnih depozita poduzeća i kućanstava. Bitno je napomenuti kako to povećanje u 2021. bilo manje u usporedbi s 2020. U 2022. godini opažen je drastičan pad novčanog agregata M3 te je iznosio 5,78%, a kao glavni razlog toga može se navesti nestabilna gospodarska situacija te visoka stopa inflacije. (Europska središnja banka, 2023b).

### 3.6. Izazovi i budućnost monetarne politike

Europska središnja banka se do sada uspješno suočavala s brojnim ekonomskim krizama i izazovima te je, preispitivanjem starih, razvila novi skup mjera i strategija kojim je spremna reagirati. Od 2013. godine Europska središnja banka nudi smjernice o budućim politikama kamatnih stopa, što predstavlja izniman pomak u komunikacijskoj strategiji. Na ovaj način uključuje informacije o gospodarskim uvjetima i srednjoročnim rizicima koji ugrožavaju stabilnost cijena, te daje sudionicima ekonomske politike uvid u pravac kojim će se monetarna politika kretati u budućnosti.

„ESB uz pomoć nacionalnih središnjih banaka razvija, prikuplja, sastavlja i diseminira širok raspon statističkih podataka i podataka potrebnih za podržavanje ESB-ove monetarne politike te zadaća povezanih s financijskom stabilnošću i ostalih zadaća Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB)“ (Europska središnja banka, 2023b). Europska središnja banka je u mogućnosti ojačati transparentnost svog poslovanja zahvaljujući korištenju ovih statističkih podataka od strane državnih tijela, sudionika na financijskim tržištima, međunarodnih organizacija, medija i šire javnosti.

Kriza eurozone, koja se obično naziva europska dužnička kriza, dogodila se 2009. Sve članice eurozone bile su pogođene krizom, ali Grčka, Španjolska, Italija, Portugal i Irska bile su posebno teško pogođene. Brojni su razlozi koji su pridonijeli nastanku krize, no važno je naglasiti da su među njima prevelika javna potrošnja, niski troškovi zaduživanja te nepoštivanje zakona koji reguliraju visinu javnog duga (Obradović, 2021). Obradović (2021) također ističe kako se navedene države nisu pridržavale propisa eurozone prema kojima javni dug ne smije biti veći od 60% BDP-a. Budući da je slučaj Grčke bio najteži okrenula se državama članicama europodručja i Međunarodnom monetarnom fondu za financijsku pomoć. Međunarodni monetarni fond je zatim odobrio takozvani „bailout package“ u iznosu od 110 milijardi eura kako bi se Grčka sačuvala od bankrota (Europski revizorski sud, 2017). Osim toga, stvoreni su programi prilagodbe s namjerom rješavanja grčkih gospodarskih neravnoteža i zaustavljanja širenja grčke gospodarske krize na ostatak eurozone. Uz pomoć ovih inicijativa, Grčka je ponovno u potpunosti trebala moći financirati sve svoje potrebe na financijskim tržištima te postići stabilno i održivo ekonomsko i financijsko stanje (Europski revizorski sud, 2017).

U 2010. sedamnaest zemalja eurozone odobrilo je osnivanje Europskog fonda za financijsku stabilnost posebno za rješavanje i pomoć u krizi. Zajmodavci su 2010. tražili više kamatne stope od zemalja eurozone zbog rastuće zabrinutosti oko prekomjernog državnog duga. Visoke razine

duga i deficita tih zemalja učinile su im izazovom financiranje proračunskih deficita kada su suočene s općenito slabim gospodarskim razvojem (Kenton, 2021b). Kako bi se nosile s krizom, neke su pogođene nacije povećale poreze i smanjile potrošnju, što je pridonijelo socijalnom nezadovoljstvu unutar njihovih granica i krizi povjerenja u vodstvo, osobito u Grčkoj, te dovelo u pitanje članstvo Grčke u ekonomskoj i monetarnoj uniji (Obradović, 2021).

U konačnici, Grčka je ostala članica ekonomske i monetarne unije te počela polako pokazivati naznake oporavka u godinama koje su uslijedile, dok su Irska, Portugal i Španjolska zabilježile poboljšanje svojih okolnosti do 2014. kao rezultat različitih fiskalnih reformi, domaćih mjera štednje i drugih različitih gospodarskih varijabli (Kenton, 2021b). Kenton (2021b) je u svom radu također izjavio kako talijanska bankarska kriza koja se približava, potencijalna nestabilnost Brexita (izlaska Ujedinjenog Kraljevstva iz EU), i ekonomski utjecaj izbijanja COVID-19 predstavljaju potencijalne prepreke koje se moraju savladati na putu do potpunog gospodarskog oporavka, stoga se očekuje da će to putovanje potrajati neko vrijeme.

Tako je pandemija koronavirusa predstavljala prepreku za stabilno gospodarstvo europodručja te su poduzete brojne mjere kako bi se njen utjecaj na ekonomiju ublažio. Europska središnja banka je u prvom kvartalu 2022. godine napomenuo kako će se lagano ukidati pandemijske mjere ublažavanja zahtjeva vezanih uz kolateral (Europska središnja banka, 2023b). Ti su koraci bili ključni dio odgovora na pandemiju u smislu monetarne politike jer su bankama olakšali sudjelovanje u kreditnim operacijama i proširili raspon dopuštenih kolaterala.

Jedan od velikih šokova kojem je izloženo gospodarstvo europodručja predstavlja rat u Ukrajini zbog toga što je rezultirao i još uvijek rezultira, brzim porastom i iznimno velikom kolebljivošću cijena sirovina i goriva. Globalni inflatorni pritisci porasli su zbog rasta cijena nafte i hrane, došlo je do smanjenja realnog raspoloživog dohotka kućanstava i prisililo središnje banke na pooštavanje monetarne politike (Europska središnja banka, 2023b). Prema Europskoj središnjoj banci sveprisutni cjenovni pritisci koji prijete glavnom cilju, cjenovnoj stabilnosti, u većini slučajeva su izazvani činiteljima poput: „vrlo snažno povećanje ulaznih troškova, koje je djelomično povezano s porastom cijena energetske sirovine, i činiteljima povezanim s pandemijom, kao što su uska grla na strani globalne ponude i učinci ponovnog otvaranja gospodarstva. Deprecijacija eura tijekom većeg dijela godine također je pridonijela inflacijskim pritiscima“ (Europska središnja banka, 2023b).

Kako bi se riješio problem visoke inflacije zabilježene u 2022. godini, Upravno vijeće Europske središnje banke, prepoznaje da je značajno i postupno povećanje kamatnih stopa neophodno za

postizanje restriktivnih razina koje mogu vratiti inflaciju na srednjoročni cilj od 2% što je prije moguće i osigurati stabilno funkcioniranje ekonomije eurozone (Europska središnja banka, 2023g).

Sukladno predviđanjima analitičara Eurosustava prosječna godišnja inflacija za 2022. godinu je iznosila 8,4%, no za 2023. predviđaju pad inflacije na 6,3%. „Zatim se predviđa daljnji pad inflacije, koja će dosegnuti prosječno 3,4% u 2024. i 2,3% u 2025“ (Europska središnja banka, 2023b). Prema projekcijama, energetska kriza, pooštavanje uvjeta financiranja, visoke razine neizvjesnosti te usporavanje globalne gospodarske aktivnosti bi mogli uzrokovati kratku i blagu recesiju gospodarstva europodručja (Europska središnja banka, 2023b).

## 4. Zaključak

Europska središnja banka utemeljena je 1998. godine, a od 2009. djeluje kao službena institucija Europske unije. Od usvajanja eura kao službene jedinstvene valute EU-a 1999. godine, Europska središnja banka ima isključivu odgovornost za provođenje monetarne politike. Uz Europsku središnju banku, središnje banke zemalja članica eurozone koje su prihvatile euro kao nacionalnu valutu dio su sustava monetarne politike, odnosno eurosustava. Kada se država odlučuje za uvođenje eura kao svoje nacionalne valute prije pristupanja eurosustavu, mora zadovoljiti određene konvergencijske zahtjeve. To uključuje očuvanje stabilnosti cijena, održavanje stabilnosti tečaja, ispunjavanje kriterija za održivost javnih financija i održavanje određenih kamatnih stopa na državne obveznice. Eurozona, nakon ulaska Hrvatske 2023. godine, broji dvadeset država članica.

Održavanje stabilnosti cijena, koja bi trebala biti ispod, ali blizu 2%, primarna je svrha monetarne politike. Europska središnja banka, kako bi ostvarila postavljene ciljeve, koristi alate kao što su operacije na otvorenom tržištu, među kojima se ističu redovite operacije, operacije fine prilagodbe i strukturne operacije te politika eskontne stope. Kao instrumente također koristi stalno raspoložive mogućnosti, prekonoćne kredite i depozite, kao i stopu obvezne rezerve. Korištenjem raznih mjera i instrumenata, Europska središnja banka se u razdoblju od 2013. do 2022. godine trudila ostvariti glavni cilj stabilnost cijena i zadržati stopu inflacije blizu 2%, no zbog nepredvidivih situacija poput pandemije Covid-19 i rata u Ukrajini bila je prisiljena svoju pažnju usmjeriti stabilizaciji i oporavku gospodarstva europodručja.

## Popis literature

1. Acocella, N. (2020). *The European Monetary Union: Europe at the Crossroads*, Cambridge University Press, Sapienza University of Rome
2. Andabaka, A., Arčabić, V., Barić, V., Beg, M., Bogdan, Ž., Čavrak, V., Družić, I., Družić, M., Gelo, T., Globan, T., Kovačević, Z., Nadoveza, O., Raguž Krištić, I., Rogić Dumnačić, L., Sekur, T., Smolić, Š. (2016). *Gospodarstvo Hrvatske*. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
3. Benić, Đ. (2014). *Monetarna politika: transparentnost središnje banke i ciljana inflacija*. Ekonomska misao praksa, Dubrovnik, Vol. 23., No. 1, str. 234. – 246.
4. Borozan, Đ. (2019). *Makroekonomija*. Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.
5. Dumičić, M. (2015). *Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike*. Hrvatska narodna banka, Zagreb. Raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/265505/p-026/ddb215ff-a3a7-4232-95a2-ebe9008229f6> (pristupljeno: 8.6.2023.)
6. EURO HR (2022). *O euru*. Raspoloživo na: <https://euro.hr/o-euru/> (pristupljeno: 28.8.2023.)
7. Europski parlament () *Ugovor o Europskoj uniji (UEU) / Ugovor iz Maastrichta*. Raspoloživo na: <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/hr/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/maastricht-treaty> (pristupljeno: 13.7.2023.)
8. Europski revizorski sud (2017). *Intervencija Komisije u grčku financijsku krizu*. Raspoloživo na: <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/greek-crisis-17-2017/hr/> (pristupljeno: 6.9.2023.)
9. Europska središnja banka (2023a). *Ekonomski bilten*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202301.hr.html#toc10> (pristupljeno: 20.2.2023.)
10. Europska središnja banka (2014). *Godišnje izvješće 2013*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012hr.pdf> (pristupljeno: 19.6.2023)
11. Europska središnja banka (2015). *Godišnje izvješće 2014*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014hr.pdf> (pristupljeno: 19.6.2023)
12. Europska središnja banka (2016). *Godišnje izvješće 2015*. Raspoloživo na: [https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.hr.html#IDofChapter2\\_1\\_1](https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.hr.html#IDofChapter2_1_1) (pristupljeno: 19.6.2023)
13. Europska središnja banka (2017). *Godišnje izvješće 2016*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016hr.pdf> (pristupljeno: 19.6.2023)

14. Europska središnja banka (2018). *Godišnje izvješće 2017*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2017.hr.html> (pristupljeno: 19.6.2023)
15. Europska središnja banka (2019). *Godišnje izvješće 2018*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.hr.html> (pristupljeno: 19.6.2023)
16. Europska središnja banka (2020). *Godišnje izvješće 2019*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.hr.html> (pristupljeno: 19.6.2023)
17. Europska središnja banka (2021). *Godišnje izvješće 2020*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.hr.html> (pristupljeno: 19.6.2023)
18. Europska središnja banka (2022). *Godišnje izvješće 2021*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2021~14d7439b2d.hr.html> (pristupljeno: 12.2.2023.)
19. Europska središnja banka (2023b). *Godišnje izvješće 2022*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html> (pristupljeno: 14.6.2023.)
20. Europska središnja banka (2023c). *Inflation and consumer prices*. Raspoloživo na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html) (pristupljeno: 16.6.2023.)
21. Europska središnja banka. (2023d). *Istraživanje i publikacije*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/html/index.hr.html> (pristupljeno: 22.2.2023)
22. Europska središnja banka (2023e). *Key ECB interest rates*. Raspoloživo na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.hr.html) (pristupljeno: 15.6.2023.)
23. Europska središnja banka. (2023f). *Monetarna politika*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.hr.html> (pristupljeno: 22.2.2023)
24. Europska središnja banka. (2022). *Odluke o monetarnoj politici*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.hr.html> (pristupljeno: 30.8.2023.)
25. Europska središnja banka. (2023g). *Odluke o monetarnoj politici*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230727~da80cfcf24.hr.html> (pristupljeno: 30.8.2023.)

26. Europska središnja banka. (2023h). *O ESB-u*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.hr.html> (pristupljeno: 10.2.2023)
27. Europska središnja banka. (2023i). *Pitanja i odgovori o preispitivanju strategije*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/questions.hr.html> (pristupljeno: 10.6.2023.)
28. Europska središnja banka. (2023j). *Povijest*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/html/index.hr.html> (pristupljeno: 22.2.2023.)
29. Europska središnja banka (2023k). *Standing facilities*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.hr.html> (pristupljeno: 15.6.2023.)
30. Europska središnja banka. (2023l). *Statistika*. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.hr.html> (pristupljeno: 22.2.2023)
31. Europska središnja banka (2023lj). *Što je inflacija?* Raspoloživo na: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what\\_is\\_inflation.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.hr.html) (pristupljeno: 16.6.2023.)
32. Europska unija. (2023). *Europska središnja banka (ESB)*. Raspoloživo na: [https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/ecb\\_hr](https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/ecb_hr) (pristupljeno: 10.2.2023.)
33. Hartmann, P., Smets, F. (2018). *The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy*. ECB Working Paper Series No 2219. Raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2219.en.pdf> (pristupljeno: 19.2.2023.)
34. Hrvatska narodna banka (2022). *Priručnik Euro na kotačima*.
35. Hrvatska narodna banka (2023). *Provođenje monetarne politike*. Raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/provodjenje-monetarne-politike> (pristupljeno: 12.2.2023.)
36. Kenton, W. (2021a). *Accommodative Monetary Policy: Definition and Examples*. Raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/a/accomodativemonetarypolicy.asp> (pristupljeno: 5.9.2023.)
37. Kenton, W. (2021b). *European Sovereign Debt Crisis: Eurozone Crisis Causes, Impacts*. Raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/e/european-sovereign-debt-crisis.asp> (pristupljeno: 6.9.2023.)
38. Kenton, W. (2022). *Core inflation*. Raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/c/coreinflation.asp> (pristupljeno: 5.9.2023.)
39. Liberto, D. (2021). *European Monetary System (EMS)*. Raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/e/ems.asp> (pristupljeno: 13.2.2023.)



40. Liberto, D. (2022). *Community Currency*. Raspoloživo na: [https://www.investopedia.com/terms/c/community\\_currencies.asp](https://www.investopedia.com/terms/c/community_currencies.asp) (pristupljeno: 13.7.2023.)
41. Obradović A., (2021). *Od nastanka do krize monetarne unije: Dužnička kriza*. Raspoloživo na: <https://finance.hr/11429-2/> (pristupljeno: 6.9.2023.)
42. Pompò, M. (2009). *A brief overview of monetary policy in the European Union*. Economic reasearch – Ekonomska istraživanja, Vol. 22, No. 1, str. 127-133.
43. Radošević, D. (2018). *Monetarna politika Europske središnje banke: ciljevi, institucije, strategije i instrumenti*. Zagreb: Školska knjiga
44. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., Yiangou, J.(2021). *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*. Oxford University Press. Raspoloživo na: [https://books.google.hr/books?hl=hr&lr=&id=TxUuEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=monetary+policy+european+central+bank&ots=QHrYhE\\_uBF&sig=d2d6B-qlKKTJ9McVyLwBzBJUsg4&redir\\_esc=y#v=onepage&q=monetary%20policy%20european%20central%20bank&f=false](https://books.google.hr/books?hl=hr&lr=&id=TxUuEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=monetary+policy+european+central+bank&ots=QHrYhE_uBF&sig=d2d6B-qlKKTJ9McVyLwBzBJUsg4&redir_esc=y#v=onepage&q=monetary%20policy%20european%20central%20bank&f=false) (pristupljeno: 20.2.2023.)
45. Samodol, A., Jakšić, J. (2021.). *Makroprudencijalna politika i nestandardne mjere Europske središnje banke i Hrvatske narodne banke*. Acta Economica Et Turistica, Vol 6, No 1-2, str. 1-156.
46. Vukić, S. (2018). *Monetarna i fiskalna politika Europske unije*. Orašje: Grafolade & 77x7

## **Popis grafikona**

Grafikon 1. Analiza kretanja godišnje prosječne inflacije mjerene HIPC-om u državama eurozone od 2013. do 2022. godine (u %) .....	22
Grafikon 2. Analiza kretanja monetarnog agregata M3 unutar euro područja u razdoblju od 2013. do 2022. godine (u %) .....	24

## **Popis slika**

Slika 1. Karta širenja europodručja .....	5
Slika 2. Pregled tijela odlučivanja Europske središnje banke .....	6
Slika 3. Učinci restriktivne i ekspanzivne monetarne politike .....	17