

# Monetarna politika Europske središnje banke

---

Iličić, Marta

Undergraduate thesis / Završni rad

2024

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:515977>

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

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni prijediplomski studij Ekonomija i poslovna ekonomija

Marta Iličić

**MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE**

Završni rad

Osijek, 2024.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni prijediplomski studij Ekonomija i poslovna ekonomija

Marta Iličić

## **MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE**

Završni rad

**Kolegij: Monetarne financije**

JMBAG: 0010236804

e-mail: [milicic1@efos.hr](mailto:milicic1@efos.hr)

Mentor: izv. prof. dr. sc. Blaženka Hadrović Zekić

Osijek, 2024.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics and Business in Osijek

University Undergraduate Study Programme Economics and Business


Marta Iličić

**MONETARY POLICY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK**

Final paper

Osijek, 2024

**IZJAVA**  
**O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,**  
**PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA,**  
**SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA**  
**I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA**

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je završni rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na vlastitim 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 – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna trajnom pohranjivanju i objavljivanju mog rada u Institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, Repozitoriju 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 s dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Marta Iličić

**JMBAG:** 0010236804

**OIB:** 48260855890

**e-mail za kontakt:** marta.ilicic@gmail.com

**Naziv studija:** Prijediplomski sveučilišni studij, Poslovna ekonomija

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

**Mentor/mentorica rada:** izv. prof. dr. sc. Blaženka Hadrović Zekić

U Osijeku, 5. rujna 2024 godine

Potpis

Marta Iličić

# Monetarna politika Europske središnje banke

## SAŽETAK

Europska središnja banka (ESB) osnovana je 1998. godine uvođenjem eura u dvadeset država članica Europske unije te od svog nastanka razvija strategije i instrumente kojima provodi jedinstvenu monetarnu politiku. Politika ESB uspješno se ostvaruje održavanjem stabilnosti cijena osiguravajući nisku i stabilnu inflaciju. Europska središnja banka pomoću različitih instrumenata monetarne politike, kao što su operacija na otvorenom tržištu, stope obvezne rezerve te stalno raspoložive mogućnosti, nastoji osigurati stabilnost financijskog sustava kao i regulirati financijske uvjete u ekonomijama zemalja članica eurozone. Uz uspješnu provedbu monetarne politike, ESB upravljajući kamatnim stopama i deviznim tečajem, pozitivno utječe na gospodarski rast država članica Europske unije, otvaranje novih radnih mjesta te održivi razvoj. Istraživanjem monetarne politike ESB utvrđen je ograničen učinak provedenih mjera u razdoblju od 2019. do 2023. zbog neuobičajenih okolnosti uzrokovanih korona krizom i invazijom na istoku na koje ESB nije mogla direktno utjecati. Navedena zbivanja odrazila su se na eurozonu povećavajući stopu inflacije. U promatranom razdoblju, inflacija je znatno prelazila ciljanu razinu od 2% i tako dostizala razinu od 8% godišnje. ESB je u tom slučaju morala prilagođavati svoju politiku te uvoditi nove mjere kako bi vratila cjenovnu stabilnost. Do kraja 2023. godine uspjela je smanjiti godišnju stopu inflacije na blizu 2%. Razmatrajući budućnost monetarne politike, zaključuje se kako je njezina kontinuirana prilagodba aktualnim zbivanjima u eurozoni izrazito bitna kako bi se pravodobno spriječile sve potencijalne prijetnje. Uz navedeno, provođenje jedinstvene monetarne politike bit će izloženo brojnim izazovima, posebice ulaskom novih država u eurozonu. Daljnjim istraživanjem, utvrđeno je pristupanje novih članica eurozoni u bližoj budućnosti kao što su Rumunjska ili Bugarska.

**Ključne riječi:** monetarna politika, Europska središnja banka, eurozona

# Monetary policy of the European Central Bank

## ABSTRACT

The European Central Bank (ECB) was established in 1998 with the introduction of the euro in twenty member states of the European Union and has been developing strategies and tools to implement a single monetary policy since its inception. The ECB's policy is successfully pursued by maintaining price stability by ensuring low and stable inflation. The European Central Bank uses a variety of monetary policy tools, such as open market operations, reserve ratios and standing facilities, to ensure the stability of the financial system and to regulate financial conditions in the economies of the euro area Member States. By successfully implementing its monetary policy, the ECB, by managing interest rates and exchange rates, has a positive impact on the economic growth of the Member States of the European Union, the creation of new jobs and sustainable development. The ECB's monetary policy review identified a limited impact of the measures implemented in the period from 2019 to 2023 due to the unusual circumstances caused by the coronavirus crisis and the invasion in the East that the ECB could not directly influence. These developments have had a knock-on effect on the euro area by increasing the rate of inflation. In the period considered, inflation significantly exceeded the target of 2% and thus reached a level of 8% per year. In this case, the ECB had to adjust its policy and introduce new measures in order to restore price stability. By the end of 2023, it managed to reduce the annual inflation rate to close to 2%. In considering the future of monetary policy, it is concluded that its continuous adjustment to current developments in the euro area is essential in order to prevent any potential threats in a timely manner. In addition, the implementation of the single monetary policy will be subject to a number of challenges, in particular with the entry of new countries into the euro area. Further research has identified the accession of new members of the euro area in the near future, such as Romania or Bulgaria.

**Keywords:** monetary policy, European Central Bank, eurozone

# SADRŽAJ

<b>1. Uvod</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Europska središnja banka</b> .....	<b>3</b>
2.1. Povijest Europske središnje banke .....	3
2.2. Organizacijska struktura .....	6
<b>3. Monetarna politika Europske središnje banke</b> .....	<b>8</b>
3.1. Financijska stabilnost .....	8
3.2. Monetarna strategija.....	9
3.3. Instrumenti monetarne politike .....	12
3.3.1. Operacije na otvorenom tržištu .....	13
3.3.2. Stalno raspoložive mogućnosti.....	14
3.3.3. Minimalne rezerve.....	14
<b>4. Analiza učinaka provedenih mjera monetarne politike u razdoblju od 2019. do 2023.</b> .....	<b>19</b>
<b>5. Analiza kretanja inflacije u zemljama eurozone</b> .....	<b>24</b>
<b>6. Perspektiva monetarne politike ESB</b> .....	<b>26</b>
6.1. Pristupanje monetarnoj uniji .....	26
6.2. Ulazak Hrvatske u eurozonu .....	30
6.3. Buduće širenje eurozone .....	30
<b>7. Zaključak</b> .....	<b>33</b>
<b>Literatura</b> .....	<b>34</b>
<b>Popis slika</b> .....	<b>38</b>
<b>Popis grafikona</b> .....	<b>38</b>



## 1.Uvod

Europska središnja banka značajna je institucija Europske unije jer njezine odluke o monetarnoj politici imaju dalekosežne utjecaje na gospodarstva eurozone. Naime, ESB provodi jedinstvenu monetarnu politiku za dvadeset država članica EU koje su pristupile monetarnoj uniji i uvele euro kao nacionalnu valutu. Monetarna politika provodi se različitim instrumentima i mjerama koje su ključne za očuvanje stabilnosti cijena, upravljanje rizicima i poticanje ekonomskih aktivnosti.

ESB ima važnu ulogu u održavanju stabilnosti eurozone, a njezina monetarna politika kojom to ostvaruje, predmet je istraživanja ovog završnog rada. Prilikom proučavanja monetarne politike naglasak je stavljen na povijesni razvoj i organizaciju ESB te strategiju i instrumente monetarne politike. Također objašnjene su nestandardne mjere koje je ESB morala primijeniti kako bi pravodobno odgovorila na prijetnje korona krize. Cilj rada je analizirati provedene mjere i instrumente monetarne politike u razdoblju od 2019. do 2023. te potencijalno širenje eurozone.

Prilikom pisanja završnog rada korišteni su isključivo sekundarni podaci prikupljeni iz stručne literature te sa službenih internet stranica Europske središnje banke i Hrvatske narodne banke. Istraživanje i interpretacija također su se temeljili na već napisanim člancima, publikacijama i relevantnim podacima sa Eurostata.

U radu su korištene povijesna metoda kojom se opisuje razvoj ESB te metoda deskripcije kojom se navode važne činjenice i procesi vezani uz monetarnu politiku, ali bez znanstvenog tumačenja. Metoda analize korištena je kako bi se među raznovrsnim informacijama izdvojile odgovarajuće u svrhu ostvarivanja cilja rada te raščlanili kompleksni pojmovi na jednostavnije. Također je korištena metoda kompilacije preuzimajući tuđe rezultate istraživanja, opažanja i stavove. Metodom sinteze objedinjene su informacije sa različitih izvora u smislenu cjelinu. Formiranje zaključaka o budućem širenju eurozone postignuto je metodom indukcije.

Rad je sastavljen od sedam poglavlja. Prvo poglavlje uključuje uvod; metodologiju rada, ciljeve rada, predmet istraživanja te strukturu rada. U drugom poglavlju ESB je stavljena u povijesni kontekst uz što je objašnjen njezin razvoj i organizacijska struktura. Opisivanje monetarne strategije, potrebe za održavanjem financijske stabilnosti, instrumenta i nestandardnih mjera monetarne politike nalaze se u trećem poglavlju. Četvrto poglavlje odnosi se na analizu

provedenih mjera monetarne politike u razdoblju od 2019. do 2023. u kojemu je bila aktualna korona kriza. Poglavlje također sadrži i detaljniju analizu okolnosti i izazova eurozone u navedenom razdoblju. U petom poglavlju, učinkovitost provedenih mjera potkrijepljeno je analizom kretanja godišnje prosječne stope inflacije u zemljama eurozone mjerene HIPC-om. Potencijalno širenje eurozone analizirano je u šestom poglavlju pri čemu je pažnja usmjerena na preostale države članice Europske unije koje još nisu uvele euro kao nacionalnu valutu. U ovom poglavlju također je analiziran proces uvođenja eura u Hrvatsku. Posljednje poglavlje sadrži zaključak o monetarnoj politici ESB.

## **2. Europska središnja banka**

Ekonomska i monetarna unija (EMU) temelj je nastanka Europske središnje banke koja danas odgovorno provodi jedinstvenu monetarnu politiku u zemljama članicama kojima je nacionalna valuta euro. Povijesni značaj Banke vidljiv je u koordiniranju procesa uvođenja eura u prvih 11 država članica EMU te briga o njegovoj stabilnosti. Važnost djelovanja ESB posebice se istaknula za vrijeme financijske krize pri kojoj se monetarna politika prikladno prilagođavala. Između ostalog, ESB je u nastojanju za uspješnom provedbom monetarne politike i zadržavanju stabilnosti cijena tijekom godina razvijala različite strategije i instrumente te nadzirala rad banaka. Osnivanjem ESB zagovara se ideja jedinstvenog tržišta, valute i suradnje.

U ovom poglavlju kronološki je objašnjen proces nastanka Europske središnje banke i njezin povijesni značaj. Također su sažeto objašnjena tijela ESB koja svakodnevno rade na provođenju monetarne politike i jačanju Eurosustava. Istaknuti su njihovi zadaci te kratki osvrt na tekuće izazove nadzornog odbora.

### **2.1. Povijest Europske središnje banke**

Posljedice Drugog svjetskog rata upućivale su na pronalazak načina za buduće sprječavanje sličnih sukoba. Francuski predsjednik, Jean Monnet, ponudio je rješenje da se udruže države koje imaju snažne industrije ugljena i čelika, a za koje se smatralo da imaju ključnu važnost u ratovima. Time bi se stvorilo jače gospodarstvo i smanjila konkurentnost među europskim državama. Godine 1951. potpisivanjem Pariškog ugovora osnovana je Europska zajednica za ugljen i čelik (EZUČ ili engleski ECSC). Robert Schuman, francuski ministar vanjskih poslova, u svojoj deklaraciji navodi kako Europa neće nastati na temelju jednog plana te su potrebna konkretna postignuća i solidarnost. Prema tome, EZUČ je predstavljala integraciju Belgije, Francuske, Njemačke, Italije, Luksemburga i Nizozemske. Schuman je stvaranjem Zajednice nastojao ujediniti Europu, ukloniti trgovinske prepreke, stvoriti zajedničko tržište i poticati razvoj gospodarstava (Kenton, 2024; Vlada i politika).

Predstavnici Europske zajednice za ugljen i čelik naumili su ostvariti veće ciljeve te su 1957. godine potpisali Ugovor iz Rima, a sve su institucije EZUČ spojene u Europsku ekonomsku zajednicu (EEZ) koja je započela djelovati 1958. godine. Namjera osnivanja EEZ-a bila je stvaranje zajedničkog tržišta na kojemu će se ljudi, roba, usluge i kapital slobodno kretati. Uz navedeno, osnovana je i carinska unija kojom su ukinute prepreke koje su do tada sprječavale

međusobnu trgovinsku razmjenu. Uslijed skladnog djelovanja institucija Europske ekonomske zajednice, Monetarnog odbora i Odbora guvernera centralnih banaka zemalja članica, pojavila su se pitanja o monetarnoj suradnji. Godine 1970. predložen je plan stvaranja monetarne unije pod nazivom Wernerov plan koji se trebao razvijati u tri faze, međutim ubrzo je obustavljen zbog svjetske monetarne krize uslijed devalvacije dolara. Kriza se odražavala na članice EEZ na način da su se njihove valute počele međusobno sukobljavati, što je ugrožavalo sklapanje budućih sporazuma i uspostavljanje carinske unije. Uz odgodu stvaranja monetarne unije države članice su privremeno uvele takozvanu „valutnu zmiju“ kojom su ograničene fluktuacije deviznog tečaja nacionalnih valuta u odnosu na dolar (Vizjak, Vuković, 2001; 306). U razdoblju od njezina nastanka 1972. do gašenja sedam godina nakon, „zmija“ je doživjela brojna usklađenja deviznog tečaja te ulazak, napuštanje i ponovno vraćanje različitih zemalja. Za manje od dvije godine, „zmija“ je uključivala samo područja Njemačke, zemlje Beneluxa i Danske (Scheinert, 2024: 2).

Uslijed nepovoljnih svjetskih zbivanja kao što je na primjer naftni šok, razvijene europske zemlje su zbog velikih globalnih neravnoteža osnovale Europski monetarni fond za suradnju. Svrha fonda bila je nadzor europskog tečajnog sustava. Iz toga se 1978. godine razvila ideja uspostavljanja Europskog monetarnog sustava (EMS) koji je do stvaranja Europske monetarne unije djelovao kao institucija „za rješavanje svih monetarnih pitanja i utvrđivanje valutnih tečajeva u Europskoj zajednici“ (Vizjak, Vuković, 2001; 306). Glavni ciljevi EMS bili su održavanje tečajne i cjenovne stabilnosti. Autori također navode Mehanizam valutnih tečajeva – ERM kao najvažniji instrument EMS kojim se održavaju i određuju tečajevi valuta zemalja članica. Uz to, stvorena je i europska valutna jedinica (ECU) koja je služila kao obračunska jedinica, a predstavljala je košaru fiksnih valuta 12 zemalja članica.

Pitanje daljnje suradnje i razvoja monetarne unije pojavilo se nastankom svjetske krize i utvrđivanjem da već osnovani monetarni sustav nije dovoljno otporan na vanjska djelovanja te da je potrebno uvođenje promjena. Države članice EMS-a su 1986. godine potpisale Jedinstveni europski akt kojim su se izmijenili dijelovi Ugovora iz Rima te postavili ciljevi stvaranja jedinstvenog europskog tržišta i zajedničke valute. Jacques Delors, predsjednik Europske komisije, zagovarao je ostvarivanje zajedničkih makroekonomskih ciljeva i osnaživanje zajedništva ujedinjenjem u ekonomsku i monetarnu uniju kao jedinstveno valutno područje.

Inicijativa za ujedinjenje Europe te stvaranje ekonomske i monetarne unije doživljava svoj vrhunac potpisivanjem Ugovora iz Maastrichta 1992. godine kojim je odlučeno da će se razvoj

Unije odvijati u tri faze. Prva faza započela je 1990. godine s ciljem povezivanja europskih zemalja i smanjivanja političkih i tržišnih razlika. U toj su fazi države članice nastojale prilagoditi zakonske regulative kako bi se bolje uskladile i lakše pristupile monetarnom sustavu.

Druga (prijelazna) faza započela je 1994. godine, a obilježena je stvaranjem Europskog monetarnog instituta (EMI). Vukić(2018;44) navodi pripremanje aktivnosti za provođenje treće faze razvoja monetarne unije, poticanje koordinacije monetarnih politika zemalja članica i osiguravanje stabilnosti cijena kao glavne zadaće EMI. Europski monetarni institut bio je ključni korak za stvaranje ESB jer je dovršio sve potrebne predradnje kako bi ESB preuzela nadležnost nad monetarnom politikom. Radnje su uključivale razvijanje zajedničke strategije monetarne politike za euro, unaprjeđivanje platnog sustava u EU i izvršavanje pripreme za jedinstveno novčano tržište.

Treća faza ovisila je o brzini prilagodbe zemalja članica pravilima monetarne unije, stoga je posljednja faza započela 1999. godine nakon utvrđivanja koje su zemlje ispunile kriterije za ulazak u monetarnu uniju te stvaranja uvjeta za uvođenje jedinstvene valute. Monetarnoj uniji, kako navode Vizjak i Vuković (2001; 311), pristupilo je 11 zemalja koje su ispunile uvjete i zadovoljile stupanj konvergencije. Velika Britanija, Danska i Švedska nisu ušle u uniju zbog političkih razloga, a Grčka nije ispunila kriterije. Treća faza zapamćena je kao razdoblje pristupanja zemalja u monetarnu uniju s obzirom na ispunjene kriterije koji su utvrđeni Ugovorom iz Maastrichta. Svaka je zemlja morala postići visok stupanj cjenovne i financijske stabilnosti, sudjelovati u Mehanizmu valutnih tečajeva, spriječiti velike fluktuacije nacionalne valute u odnosu na euro te održavati stabilne kamatne stope.

Godine 1998. Europska središnja banka zamijenila je Europski monetarni institut i preuzela njegove prostorije u Frankfurtu na Majni. Danas je njezin zadatak usmjeravati i razvijati monetarnu politiku i ispravljati greške u sustavu. Nastankom Europske monetarne unije, euro je cirkulirao među poduzećima i pojedincima, a 2002. postao je nacionalna valuta svih jedanaest zemalja članica.

Prednosti uvođenja zajedničke valute su jačanje europskog jedinstva, uklanjanje negativnih unutrašnjih gospodarskih učinaka i smanjivanje posljedica fluktuacija nacionalnih tečajeva. Cerovac i ostali autori (2011;671) članstvo u monetarnoj uniji promatraju kao priliku za stabilnost tečaja, niže transakcijske troškove, uklanjanje tečajnih rizika i privlačenje stranih investitora zbog stabilne valute. Vizjak (2000;119) zaključuje kako je monetarna integracija

jedan od najvažnijih procesa kojim je postavljen temelj za daljnji razvoj zemalja članica i suradnju unutar Europske unije.

## **2.2. Organizacijska struktura**

Europska središnja banka postala je središnja institucija Ekonomske i monetarne unije stvaranjem eurozone, a odgovorna je za provedbu monetarne politike na tom području. Njezin glavni cilj je održavanje stabilnosti cijena te od 2014. godine i nadzor svih ključnih, velikih banaka. Kako bi ESB uspješno obavljala zadatke, svoju je organizacijsku strukturu oblikovala s obzirom na monetarnu i nadzornu funkciju.

Tijela koja su odgovorna za donošenje odluka te provedbu monetarne politike su: Upravno vijeće, Izvršni odbor i Opće vijeće. Upravno vijeće, sastoji se od članova Izvršnog odbora i guvernera nacionalnih središnjih banaka država članica eurozone. Radošević (2018;57) navodi kako je Upravno vijeće odgovorno za oblikovanje monetarne politike i utvrđivanje smjernica za njezino provođenje. O odlukama koje se odnose na monetarne ciljeve raspravlja se dva puta u mjesecu pri čemu se „ocjenjuje gospodarska i monetarna kretanja i donose mjesečne odluke o monetarnoj politici“ (Radošević, 2018; 57). Važno je istaknuti da unutar Eurosustava samo zemlje eurozone sudjeluju u odlukama ESB.

Izvršni odbor, dio Upravnog vijeća, čine predsjednik, potpredsjednik i još četiri člana koje imenuje Europsko vijeće nakon savjetovanja s Parlamentom i predstavnicima država članica Upravnog vijeća. Izvršni odbor odgovoran je za tekuće i svakodnevno poslovanje ESB, provođenje monetarne politike u skladu sa smjernicama i odlukama Upravnog vijeća te kako Radošević (2018; 57) navodi, daje upute nacionalnim središnjim bankama s ciljem održavanja stabilnosti eurozone. Mandat članova Izvršnog odbora traje osam godina te je neobnovljiv.

Opće vijeće postoji sve dok se u Eurosustavu nalaze zemlje koje još nisu uvele euro kao svoju nacionalnu valutu. Članove Vijeća čine predsjednik, potpredsjednik ESB i guverneri svih središnjih banaka Eurosustava koji uključuje države članice eurozone i izvan nje. Radošević (2018; 58) ističe kako je Opće vijeće prvenstveno osnovano kao prijelazno tijelo ESB koje je u razdoblju provođenja treće faze stvaranja ekonomske i monetarne unije, preuzimalo sve poslove Europskog monetarnog instituta za ESB. Opće vijeće danas ima savjetodavnu ulogu te „prikuplja statističke informacije, priprema godišnja izvješća Europske središnje banke,

pridonosi uspostavi potrebnih pravila za normizaciju i računovodstvo te izvješćuje o poslovanju nacionalnih središnjih banaka“ (Radošević, 2018; 58).

Europska središnja banka preuzela je odgovornost nadzora svih kreditnih institucija u državama članicama koje sudjeluju u Jedinstvenom nadzornom mehanizmu (SSM) koje sa drugim nacionalnim nadzornim tijelima država članica brinu o sigurnosti i pouzdanosti europskog bankovnog sustava te doprinose financijskoj integraciji i stabilnosti (Europska središnja banka, 2024; Povijest). Iz tog razloga, unutar organizacijske strukture formiran je Nadzorni odbor koji priprema, planira i izvršava nadzorne funkcije. Zadaci Odbora su bavljenje sistemskim rizikom, davanje odobrenja kreditnim institucijama i nadziranje zdravlja banaka.

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

Integracija europskih zemalja rezultirala je ujedinjenjem pod zajedničkom valutom. Kako bi zajedništvo jačalo bilo je važno održavati euro stabilnim. S tim ciljem oblikovana je jedinstvena monetarna politika koju provodi ESB kako bi, između ostalog, održavala i stabilnosti cijena te stvorila okruženje koje potiče rast eurozone. Politika se oblikuje i provodi na temelju odluka Upravnog vijeća, monetarne strategije te pomoću različitih instrumenata, što će biti objašnjeno u ovom poglavlju.

#### **3.1. Financijska stabilnost**

Financijska stabilnost definira se kao „stanje očitovano u neometanom i učinkovitom funkcioniranju svih segmenata financijskog sustava (financijskih institucija, financijskih tržišta i financijske infrastrukture) u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i u otpornosti sustava na iznenadne šokove“ (Dumačić, 2015; 3). Kada je financijski sustav stabilan, ESB uspješno održava stabilnost cijena i potiče rast eurozone, stoga se financijska stabilnost smatra preduvjetom učinkovitog provođenja monetarne politike. Između ostalog, financijska stabilnost osigurava funkcioniranje monetarnog transmisijskog mehanizma, održava povjerenje potrošača i investitora te osigurava da učinci monetarne politike dopru do gospodarstava.

S obzirom da je financijski sustav plodno tlo financijskih kriza, njihova pojava može poremetiti stabilnost sustava i tako uzrokovati deflacijske pritiske, povećati neizvjesnost i učiniti monetarnu politiku manje učinkovitom. Kako bi se pravodobno uočili sistemski rizici, ESB u suradnji s drugim središnjim bankama Eurosustava regulira likvidnost i definira kapitalne zahtjeve te sudjeluje u provedbi mjera makrobonitetne politike. Između ostalog, kako bi se očuvala financijska stabilnost, ESB u sklopu funkcije nadzora banaka nadgleda bankarski sektor, zahtjeva više razine kapitala od minimalnih kapitalnih pričuva za slučaj nepredviđenih situacija te daje upute za postrožavanje standarda odobravanja kredita. Biškupec i Zorić (2017;36) ističu da se monetarna i makrobonitetna politika međusobno nadopunjuju s obzirom da se za postizanje financijske stabilnosti koriste iste ili povezane varijable te ako one nisu usklađene, može doći do neželjenih učinaka.



U sklopu korištenja makrobonitetnih instrumenata s ciljem suzbijanja sistemskih rizika, Europska središnja banka (2024; Financijska stabilnost) dodaje kako provodi i makrobonitetnu analizu, utvrđuje i prati sistemske rizike, ocjenjuje ranjivost pojedinih segmenata gospodarstva te objavljuje izvještaje o financijskoj stabilnosti. Uloga ESB u održavanju financijske stabilnosti rasla je sve većom financijskom integracijom zemalja eurozone nakon čega se povećavala i vjerojatnost prenošenja neizvjesnosti i rizika iz zemlje u zemlju.

Kerstin af Jochnick (2024; Priopćenja za javnost) zaključuje kako je danas bankarski sektor dovoljno otporan što se dokazuje sposobnošću da izdrži velike i iznenadne vanjske poremećaje. Otpornost je građena tijekom godina, a rezultat je rada Jedinstvenog nadzornog mehanizma (SSM) kojemu je cilj sigurnost i pouzdanost europskog bankovnog sustava. Također naglašava kako su uspostavljanje nadzornih i sanacijskih mehanizama ojačali bankarski sustav. Međutim potrebno je dodatno učvrstiti njegovu otpornost stvarajući integriranije bankarsko tržište, poboljšavajući makrobonitetni nadzor te okvire za upravljanje krizama. Claudie Buch (2024; Priopćenja za javnost) ističe kako je teško kvantificirati makroekonomske i geopolitičke rizike, uključujući klimatske i ekološke te kako će oni utjecati na pojedinu banku. Zbog toga je potrebno s određenim pokazateljima oprezno postupati te poboljšati podatke, mjerenja i blisku interakciju između analiza na razini banke i makrorazini. Već dugi niz godina kao izazov Jedinstvenog nadzornog sustava navodi se unaprjeđivanje informacijskih sustava banaka koji izvještavaju o rizicima jer se uz nepotpune informacije mogu donijeti pogrešne odluke. Povodom toga potrebno je povećati kontrolu, prikupljati relevantne informacije te osigurati da banke imaju dostatan kapital i rezerve likvidnosti kako bi adekvatno upravljali rizicima i odgovorili na potencijalne prijetnje.

### **3.2. Monetarna strategija**

Europska središnja banka je, s ciljem održavanja stabilnosti cijena u eurozoni, oblikovala primjerenu strategiju koju realizira instrumentima monetarne politike u srednjem roku s obzirom da dugoročno nema utjecaj na gospodarski rast i zaposlenost. Podloga za stvaranje strategije bila je povezanost između inflacije i ponude novca te je, zbog činjenice da je visoka inflacija jednim dijelom uzrokovana monetarnim upravljanjem, ESB morala preuzeti odgovornost za njezino održavanje na određenoj razini.

Vukić (2015;2) navodi da se strategija formira na temelju ekonomske i monetarne analize koje pomažu identificirati rizike ekonomskih kretanja, a koji svojom promjenom mogu narušiti smjer provedbe monetarne politike. Autor također ističe važnost ovih analiza jer omogućuju donošenje zaključka na temelju kratkoročnog i srednjoročnog kretanja učinka i deviznog tečaja, stanja na financijskih tržištima te tržištima kapitala i rada. S obzirom na prikupljene podatke o navedenim kretanjima, Europska središnja banka može donositi predviđanja o budućim trendovima povećanja ili smanjenja inflacije i realnog BDP-a. S druge strane, monetarna analiza uključena je u proces formiranja strategije zato što ukazuje na kretanje agregata ukupno likvidnih sredstava koji, ukoliko prelazi referentnu granicu od 4,5 posto, mogu uzrokovati cjenovnu nestabilnost.

Na temelju ekonomske i monetarne analize, Europska središnja banka (2024; Makroekonomske projekcije) objavila je makroekonomsku projekciju eurozone iz koje se predviđa da će se inflacija u sljedećih nekoliko godina smanjivati, ali sporije nego u 2023. Ukupna inflacija bi se trebala smanjiti s 5,4% u 2023. na 2,3% u 2024., 2,0% u 2025. te 1,9% u 2026. godini. Kako se inflacija bude smanjivala, a dohodak kućanstva oporavljao i inozemna potražnja jačala, realni BDP bi trebao porasti za 0,6% u 2024., za 1,5% u 2025 te za 1,6% u 2026. Smanjivanje inflacije se predviđa zbog daljnjeg slabljenja pritiska proizvođačkih troškova te zaoštavanja monetarne politike.

Kako bi se uspješnost monetarne strategije mogla mjeriti, Europska središnja banka definirala je kvantitativne ciljeve. To znači da će ESB moći pravovremeno reagirati u slučaju da „međugodišnji porast harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena“ (Radošević; 67) prijeđe definiranu granicu od 2%. Točna definicija stabilnosti cijena nalaže da se inflacija kreće ispod, ali blizu 2% kako se eurozona ne bi našla pred vratima deflacije ili visoke inflacije.

Prednost utvrđivanja kvantitativnih ciljeva očituje se u mogućnosti predviđanja budućih kretanja cijena te alarmiranje o potencijalnoj deflaciji ili inflaciji. Monetarna strategija nailazila je na prijedloge i kritike, među kojima se, prema Radoševiću (2014; 67), ističe mišljenje Blancharda koji smatra da bi se ciljana inflacija trebala povećati na razinu od 3% pa i više kako bi se smanjila asimetrija te spriječila mogućnost da eurozona uđe u zonu niskih kamatnih stopa. Prema tome Europska središnja banka može izbjeći korištenje nekonvencionalnih politika te izbjeći smanjivanje kamata. Faulend i Šošić (2011; 346) ističu da inflacija niža od, ali blizu 2% osigurava dovoljno prostora za pogrešku mjerenja inflacije.

Monetarna strategija ciljane inflacije temelji se na (a)simetričnosti cilja, a Radošević(2018;67) ističe da je poželjno da donja granica za inflaciju iznosi najviše 1% s obzirom da praksa ukazuje na negativne posljedice niske inflacije. „Smanjivanje inflacije ispod te donje razine veliki je rizik za deflaciju te bi trebala biti 'okidač' za početak provedbe nekonvencionalne monetarne politike središnje banke“(Radošević 2018: 67).

Točnije definiranje razine inflacije, koja mora biti ispod, ali blizu 2% omogućilo je stvaranje margine sigurnosti. To znači da svako veće odstupanje signalizira poremećaje u gospodarstvu. Ukoliko ekonomski pokazatelji ukazuju na nepravilno stanje u gospodarstvu, Europska središnja banka može pravovremeno reagirati. Slijedom toga, provođenje monetarne strategije oblikuje se u stabilizacijsko djelovanje.

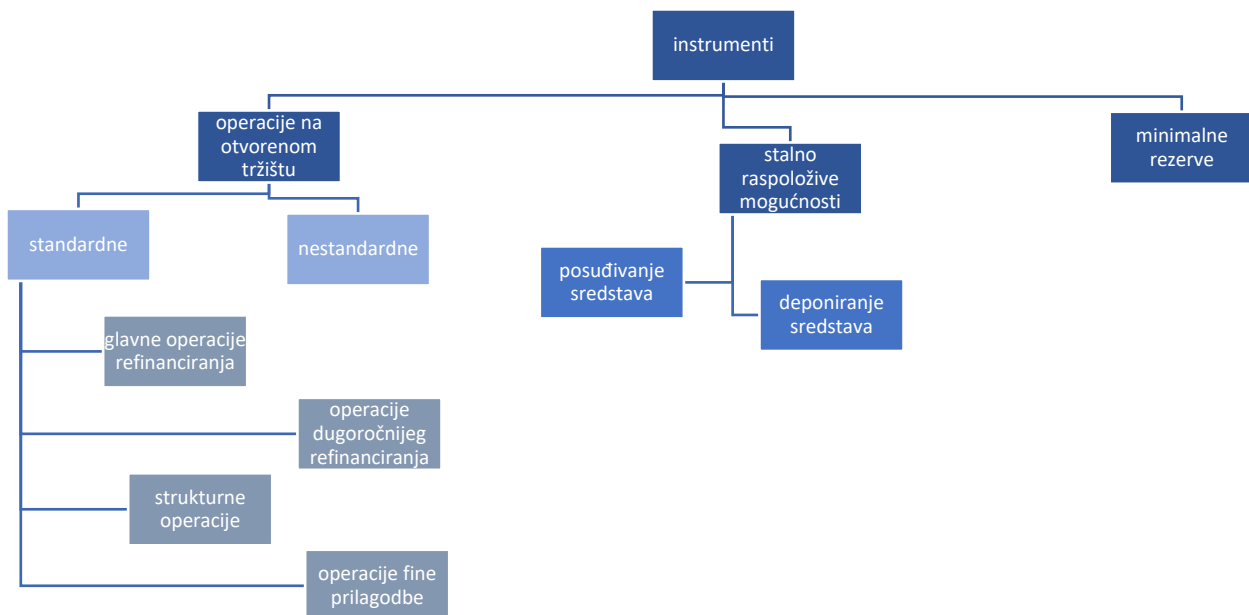
Pred ispravno djelovanje strategije stavlja se pitanje optimalnog valutnog područja jer prema Pompo (2009;6) usklađenost zemalja članica može biti značajna u provedbi jedinstvene monetarne politike. Autorica također objašnjava da Europska monetarna unija nije u potpunosti optimalno valutno područje jer tržište rada nije integrirano i kooperativno. Prema tome, prilikom formiranja jedinstvene monetarne politike odluke se trebaju temeljiti na trenutnoj situaciji gospodarstva i zajedničkoj politici koja se asimetrično prenosi sa zemlje na zemlju. Uz to, kako bi se monetarna politika jednakopravno provodila, ista autorica ističe da gospodarstva trebaju biti usklađena tako da ekonomski poremećaji djeluju simetrično. Međutim, zbog različitih tržišnih struktura, stopa zaposlenosti i inflacije, monetarna politika može uzrokovati asimetrične učinke i tako negativne posljedice poremećaja tijekom vremena prenijeti na cijelu eurozonu.

Kako bi strategija ostala primjenjiva i odgovarala svrsi, Europska središnja banka ju po potrebi nadograđuje i mijenja. Takav se proces naziva preispitivanje strategije, a posljednji se odvio 2003. godine nakon kojeg su se dogodile velike strukturne promjene. Razmatrale su se promjene instrumentima monetarne politike, mjerenje inflacije, cilj stabilnosti cijena, klimatske promjene, komunikacija, digitalizacija i druga važna pitanja s ciljem prilagodbe strategije budućim izazovima.

### 3.3. Instrumenti monetarne politike

Europska središnja banka monetarnom politikom nastoji održati inflaciju na definiranoj razini što ostvaruje primjenom instrumenata. U nastavku je slikovno prikazana podjela glavnih instrumenata monetarne politike.

Slika 1. Instrumenti monetarne politike



Izvor: izrada autorice prema podacima sa stranice Europskog parlamenta. Dostupno na: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/hr/sheet/86/europska-monetarna-politika>

ESB koristeći se instrumentima utječe na cijene kredita, uvjete financiranja, kamatne stope i ponudu novca. Između ostalog, utječe na zaposlenost, gospodarski rast i stabilnost deviznog tečaja, stoga je precizna i pravilna primjena instrumenata od velike važnosti.

Europska središnja banka provodi operacije u skladu s načelima otvorenog tržišnog gospodarstva sa slobodnim tržišnim natjecanjem pri čemu se sredstva ravnopravno raspoređuju (Radošević, 2018:86). Pri tome se dio zadataka obavlja preko nacionalnih središnjih banaka prema načelu decentralizacije, u mjeri u kojoj je to primjenjivo kako bi se osigurala poslovna učinkovitost.

### 3.3.1. Operacije na otvorenom tržištu

Europska središnja banka operacije na otvorenom tržištu provodi kako bi odredila smjer kamatnih stopa, upravljala likvidnošću na financijskom tržištu te signalizirala stajališta monetarne politike (HNB, 2023; Osnovne funkcije). Operacije na otvorenom tržištu dijeli na standardne i nestandardne. Radošević (2018;87) objašnjava kako se standardne operacije na otvorenom tržištu mogu podijeliti u nekoliko kategorija s obzirom na ciljeve, učestalost i postupke pa se tako razlikuju glavne operacije refinanciranja, operacije dugoročnijeg refinanciranja, operacije fine prilagodbe i strukturne operacije.

Glavne operacije refinanciranja provode se na tjednoj bazi s ciljem upravljanja kamatnim stopama, likvidnosnim situacijama na tržištu i signaliziranja stajališta monetarne politike. Kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja odnosi se na stopu koju banke plaćaju prilikom zaduživanja na tjedan dana, a koja je prema podacima sa službene stranice ESB u travnju 2024. godine iznosila 4,50% godišnje, a u lipnju se smanjila na 4,25%. „Kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja jedna je od triju kamatnih stopa koje ESB određuje svakih šest tjedana u sklopu svojih aktivnosti usmjerenih na održavanje stabilnosti cijena u europodručju“ (ESB, 2024; Objašnjenja). Operacije dugoročnijeg refinanciranja imaju rok dospijeca od mjesec dana s ciljem dodatnog poboljšanja likvidnosti financijskog tržišta u dugom roku. Kamatne stope za dugoročnije dospijeca su promjenjive, međutim ESB se može odlučiti na provedbu operacije s fiksnom kamatnom stopom.

Radošević(2018;91) navodi da se operacije fine prilagodbe mogu provoditi kao operacije puštanja likvidnosti ili kao povlačenja likvidnosti kako bi se pravovremeno upravljalo neočekivanim oscilacijama likvidnosti na tržištu i ublažili učinci na kamatne stope. Učestalost i ročnost provedbe operacije nisu vremenski definirani. Strukturne operacije upotrebljavaju se u svrhu prilagodbe strukturnog položaja Eurosustava financijskom sustavu.

Europska središnja banka operacijama na otvorenom tržištu trguje vrijednosnim papirima s obzirom na stanje u gospodarstvu. Stoga ESB u razdoblju deflacije, kako bi povećala rezerve poslovnih banaka i olakšala im zadovoljenje likvidacijskih potreba, smanjila kamatne stope i potakla ulaganja, kupuje obveznice. U razdoblju inflacije, operacijama na otvorenom tržištu ESB prodaje obveznice u nastojanju da smanji novčanu masu i poveća kamatnu stopu kako bi se inflacija smanjila na željenu razinu.

### 3.3.2. Stalno raspoložive mogućnosti

HNB (2023; Osnovne funkcije) navodi kako Europska središnja banka omogućuje kreditnim institucijama da na vlastitu inicijativu posuđuju i deponiraju sredstva na kraju dana s dospijecom preko noći. Slijedom toga, ESB nudi dvije stalne mogućnosti na temelju kojih ugovorne strane mogu dobivati prekonoćnu likvidnost uz predočenje dovoljno prihvatljivog kolaterala. „Kamatne stope na graničnu pozajmicu i depozitnu olakšicu daju donju i gornju granicu kamatne razlike unutar koje bi se normalno kretale kamatne stope na tržištu novca“ (HNB, 2023; Osnovne funkcije). To znači da se dobivanje prekonoćne likvidnosti odvija po kamatnoj stopi koja je veća od prekonoćne kamatne stope na tržištu novca, a u slučaju korištenja depozitne olakšice, kamatna stopa na prekonoćni depozit obično se kreće ispod stope koja je aktualna na tržištu novca.

Uvjeti za pristup navedenim mogućnostima jednaki su u svim državama članicama eurozone, međutim Europska središnja banka zadržava pravo njihove izmjene ili ukidanja. Upravno vijeće ESB redovito donosi odluke o kamatnim stopama, a prema posljednje dostupnim podacima iz lipnja 2024. godine, kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana iznosi 4,50%, a kamatna stopa na novčane depozite 3,75%. Navedene kamatne stope ukupno su se smanjile za 25 baznih bodova u odnosu na mjesec travanj (ESB, 2024; Odluke o monetarnoj politici).

### 3.3.3. Minimalne rezerve

Kreditne institucije eurozone, prema zahtjevu Europske središnje banke moraju držati određena sredstva na tekućim računima kod svojih nacionalnih banka. Sredstva se uplaćuju kako bi se postigao cilj stabilizacije kamata, a nazivaju se minimalnim pričuvama. Potrebno vrijeme njihovog držanja naziva se razdoblje držanja pričuva i obično traje od šest do sedam tjedana. Za to razdoblje izračunavaju se potrebne minimalne pričuve na temelju elemenata bilanci banaka. Europska središnja banka (2023; Minimalne rezerve) nalaže da banke trebaju držati najmanje 1% iznosa određenih obveza pri čemu se ističu depoziti klijenata i dužnički vrijednosni papiri s dospijecom od dvije godine. Od banaka se zahtijeva da razinu pričuva održavaju na dovoljnoj razini kako bi zadovoljili zahtjeve ESB, ali i odgovorili na kratkoročna kretanja na tržištima novca te tako pridonijeli stabilnosti kamatnih stopa. Ako banke ne drže zahtijevane obvezne pričuve, ESB ima ovlast izricati sankcije u razmjeru manjka.

### 3.4. Nestandardne mjere monetarne politike

U slučaju neučinkovitosti standardnih mjera monetarne politike, ESB se koristi i nestandardnim mjerama. Potreba za njihovim implementiranjem stvorena je uslijed nemogućnosti borbe protiv učinaka svjetske financijske krize 2008. godine i dužničke krize eurozone 2010. godine standardnim mjerama. Ta su razdoblja obilježena niskim kamatnim stopama, nepravilnim funkcioniranjem monetarnog transmisijskog mehanizma, nestabilnim financijskim sustavom te ograničenom likvidnošću bankarskog sektora zbog čega je ESB morala intervenirati dodatnim mjerama. Samodol i Jakšić (2020;82) navode kako su nestandardne mjere monetarne politike za vrijeme kriza implementirane s ciljem osiguranja likvidnosti financijskog sustava, vraćanja stabilnosti i povjerenja u financijski sustav. Između ostalog, cilj nestandardnih mjera bio je povećati inflatorna očekivanja i ublažiti uvjete financiranja banaka kako bi se potaklo davanje kredita privatnom sektoru.

Financijska kriza dovela je do neizvjesnosti u pogledu opstanka banaka eurozone te je poremetila funkcioniranje mnogih segmenata tržišta novca. Banke su kao odgovor na krizu pooštrile uvjete kreditiranja i izgradile velike rezerve likvidnosti. S obzirom da banke igraju ključnu ulogu u financiranju gospodarstva i sudjeluju u provedbi monetarne politike, ESB ovu je situaciju smatrala alarmantnom zbog mogućnosti pojave kreditne krize i rizika od nesposobnosti središnje banke da upravlja monetarnom politikom. ESB je prvenstveno smanjivala svoje ključne kamatne stope na povijesno niske razine te postepeno uvodila nestandardne mjere kojima je djelovala izvan svojih operativnih okvira.

Cour-Thimann i Winkler (2013; 41) objašnjavaju kako je prvi set nestandardnih mjera uveden s obzirom na specifičnu financijsku strukturu eurozone usmjerenu na banke s ciljem podržavanja likvidnosti i financiranja banaka. Mjere su se odnosile na raspodjelu punog iznosa likvidnosti s nepromjenjivom kamatom, produživanje prihvatljivosti kolaterala što se odnosilo na povećanje popisa prihvatljive imovine koja se prilaže kao jamstvo u operacijama refinanciranja. Autori također dodaju da je ESB produljila rok dospjeća osiguranja likvidnosti te osigurala likvidnost u stranim valutama tzv. *swap* ugovorima.

Tijekom razdoblja od 2007. do 2014. ESB je s ciljem poticanja gospodarskog rasta u eurozoni provodila operacije dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) te ih kasnije proširivala (VLTRO). ESB se koristila i programima izravnih monetarnih transakcija (OMT), intervencijama na tržištu vrijednosnih papira (SMP- Securities Markets Programme) te negativnim kamatnim

stopama na depozite koje banke drže kod središnjih banaka kako bi se višak likvidnosti usmjerio u nove kreditne plasmane.

Godine 2013. uvedene su smjernice buduće politike kojima ESB daje „informacije vezane za buduće mjere monetarne politike te informacije u pogledu kamatnih stopa“ (Samodol i Jakšić, 2020;82). Smjernice ESB pokazale su se važnim potezom u usmjeravanju tržišnih očekivanja i ublažavanju neizvjesnosti te je izvještavanje o kamatnim stopama i drugim kretanjima u kontekstu pridonijelo učinkovitom provođenju nestandardnih mjera monetarne politike.

Smjernice se oblikuju na temelju delfske ili odisejske politike. Nakić (2012; 123) objašnjava kako prema delfskoj politici, Europska središnja banka svoje prognoze o budućoj monetarnoj politici temelji na projekcijama o kretanjima stope inflacije i rastu BDP-a. Prema delfskoj politici ESB nije obvezna provoditi monetarnu politiku u budućnosti. „Delfsku politiku budućih smjernica središnje banke koriste s ciljem povećanja transparentnosti u pogledu ciljeva i mjera monetarne politike“(Sever,2017;158).

S druge strane, odisejska politika, kako autor ističe, vezuje središnju banku na provođenje određenih mjera monetarne politike, odnosno Europska središnja banka zadržat će ekspanzivnu monetarnu politiku tijekom određenog vremena nakon što makroekonomske varijable budu ukazivale na potrebu promjene monetarne politike. Slijedeći tu politiku, Europska središnja banka daje dodatan poticaj gospodarstvu za oporavak.

Kako bi smjernice ESB-a ostale vjerodostojne, moraju uključivati projekciju aktualne gospodarske situacije. Nakić (2012;124) je iz različitih istraživanja utvrdio važnost pravodobnog informiranja javnosti o monetarnoj politici i budućim kretanjima kamatnih stopa jer to olakšava donošenje odluka o budućoj potrošnji i investicijama poduzeća i kućanstava. Smjernice ESB posebno su važne u uvjetima recesije jer dostupne informacije mogu smanjiti neizvjesnost na tržištu.

Zbog nastavljene neizvjesnosti na financijskim tržištima, ESB je od 2014. godine morala uvoditi dodatne mjere nekonvencionalne monetarne politike kako bi stabilizirala europsko gospodarstvo i očuvala stabilnost cijena. ESB je stoga implementirala ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO) koje definira kao alat pomoću kojeg nudi povoljnije uvjete financiranja bankama i tako potiče plasiranje kredita realnom sektoru. Zbog niskih troškova posuđivanja, potrošnja i ulaganja se povećavaju, a inflacija se usmjerava prema ciljanoj razini. Za razliku od glavnih operacija refinanciranja, TLTRO je usmjeren na „održavanje ili povećavanje opsega bankovnog kreditiranja poduzeća i potrošača.“(ESB, 2024;



Objašnjena). Važno je istaknuti da za dobivanje povoljnih kredita banke moraju usmjeravati novac u obliku zajmova građanima i poduzećima, a povećavajući količinu izdanih kredita, banka se može više zadužiti te joj je omogućena otplata duga tek nakon četiri godine. Europska središnja banka ističe kako je Prva serija TLTRO-a provedena 2014. uz koju su provedene još dvije, TLTRO II 2016. godine i TLTRO III 2019. godine. Posljednja TLTRO serija koristila se i za vrijeme korona krize, a sastoji se od niza deset ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja od kojih svaka od njih dospijeva za tri godine.

Program kupnje imovine (APP), Europska središnja banka kao paket nestandardnih mjera započela je primjenjivati sredinom 2014. godine. ESB (2024; Nestandardne mjere) navodi da se APP sastoji od programa kupnje korporativnog sektora (CSPP), programa nabave u javnom sektoru (PSPP), programa kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (ABSPP) i trećeg programa kupnje pokrivenih obveznica (CBPP3). ESB je 2015. godine u sklopu APP započela program kvantitativnog popuštanja, tj. „s otkupom obveznica koje izdaju središnje države eurozone, agencije i europske institucije“ (Samodol i Jakšić, 2021; 83). Svrha otkupa bilo je ublažiti monetarne i financijske zahtjeve kako bi se stvorila mogućnost jeftinijeg financiranja i zaduživanja.

U razdobljima niske inflacije, kvantitativno popuštanje imalo je učinka, međutim ESB ističe da je ova mjera neučinkovita u slučajevima kada kamatne stope nisu blizu nulte donje granice jer bi pozitivne kamatne stope predstavljale oportunitetni trošak korištenja rezervi za kreditiranje. To znači da će se banke prije odlučiti za ostvarivanje prihoda od kamata na rezerve nego plasirati rizične kredite. Naime, ESB je prilikom implementacije kvantitativnog popuštanja morala brinuti o tome da dugotrajnim niskim kamatnim stopama i zaduživanjem ne stvori financijski balon ili ovisnost gospodarstava o intervencijama ESB. Europska središnja banka (2022; Godišnje izvješće) je kupnju u sklopu ovog programa završila u 2022., ali glavnice dospjelih vrijednosnih papira još uvijek se reinvestiraju.

Hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja u slučaju pandemije (PELTRO), Europska središnja banka provodila je u razdoblju pandemije, a inicijativom uvođenja takvih mjera, ESB je pokazala odlučnost u poboljšanju stanja gospodarstva te tako izgradila povjerenje u financijski sustav. Pružajući potporu bankama i osiguravajući im dovoljnu likvidnost za izdavanje kredita, pritisak na banke se smanjio. Kamatnom stopom koja je bila niža za 25 baznih poena od stope koja se primjenjuje u glavnim operacijama refinanciranja, olakšala je protok novca među poduzećima i kućanstvima. (ESB 2020; Godišnje izvješće)

Europska središnja banka Pandemijski hitni program kupnje (PEPP) pokrenula je 2020. godine kako bi osigurala nesmetano funkcioniranje transmisijskog mehanizma. PEPP se odnosi na kupnju imovine vrijednosnih papira privatnog i javnog sektora za koje je ESB (2024; Objašnjena) odlučila izdvojiti 1,85 milijardi eura. Europska središnja banka (2024; Objašnjenja) objašnjava da je u sklopu ovog programa prihvatila i svu imovinu koja ispunjava uvijete kupnje u okviru APP-a. Korištenje ovog programa odvija se fleksibilno što znači da će se kupnja imovine prilagođavati tržišnim uvjetima kako ne bi došlo do pooštavanja uvjeta financiranja koje nije u skladu sa smanjivanjem utjecaja pandemije. Upravno vijeće (2024; Godišnje izvješće) prekinulo je kupnju imovine u okviru PEPP-a 2022. godine, a dospjele glavnice namjeravaju reinvestirati do kraja 2024. godine.

ESB (2011; 55) navodi kako nestandardne mjere, iako pružaju veću likvidnost i doprinose poboljšanju situacije gospodarstva, ukoliko se koriste predugo, mogu negativno utjecati na financijski sustav te narušiti stabilnost cijena u srednjem roku. Europska središnja banka na temelju provedenih istraživanja zaključuje da se implementacija nestandardnih mjera monetarne politike pokazalo učinkovito u oporavku gospodarstva zbog čega se nekonvencionalna politika nastavila primjenjivati u sljedećim krizama.

Pojavom korona krize, Europska središnja banka uvela je dodatne nestandardne mjere – Hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja u slučaju pandemije (PELTRO) i Program hitne kupnje imovine u slučaju pandemije (PEPP). Analiza učinaka ovih mjera detaljnije je objašnjena u poglavlju 4. Analiza učinaka provedenih mjera monetarne politike u razdoblju od 2019 do 2023.

#### **4. Analiza učinaka provedenih mjera monetarne politike u razdoblju od 2019. do 2023.**

Razdoblje slabljenja gospodarstva zabilježeno je 2019. godine sa inflacijskim očekivanjima koja nisu bila usklađena sa srednjoročnim inflacijskim ciljem. Shodno tome, Europska središnja banka provela je tri uzastopna kruga dodatne monetarne akomodacije<sup>1</sup>. Slabiji gospodarski rast usporio je usmjeravanje inflacije prema srednjoročnom cilju te je Upravno vijeće produljilo kalendarsko razdoblje provođenja smjernica monetarne politike povezane s kamatnim stopama. Također je u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira najavljeno reinvestiranje punog iznosa glavnice dospjelih vrijednosnih papira.

Za potrebe ostvarivanja ciljeva, Upravno vijeće je odlučilo provoditi ciljne operacije dugoročnijeg refinanciranja te operacije kreditiranja eurozone. S obzirom da je kretanje inflacije bilo neizvjesno, kamatna stopa svake operacije odredila bi se na razini koja je „deset baznih bodova iznad prosječne stope koja se primjenjuje u glavnim operacijama refinanciranja Eurosustava“ (ESB, 2020; Godišnje izvješće). Provođenje trećeg kruga akomodacije monetarne politike opravdava se niskim inflacijskim očekivanjem. Povodom toga, Europska središnja banka smanjila je kamatnu stopu na stalno raspoloživu mogućnost depozita u središnjim bankama, nastavila je kupovati obveznice te osiguravati povoljnije uvjete zaduživanja. Krajem godine, ESB (2020; Godišnje izvješće) ističe kako je djelovanje mjera ublažene monetarne politike rezultiralo blagim rastom eurozone i povećanjem temeljne inflacije.

Nakon osjetnog rasta eurozona i optimističnog prognoziranja, gospodarstva su se našla pred krizom uzrokovanom pandemijom bolesti COVID-19. Mjere koje su provedene radi smanjenja daljnjeg širenja bolesti utjecale su na cjelokupnu gospodarsku aktivnost. „BDP eurozona smanjio se za 6,6% u 2020. Godišnja ukupna inflacija smanjila se s 1,2 % u 2019. na 0,3%“ (ESB, 2021; Godišnje izvješće). Europska središnja banka (2021; Godišnje izvješće) navodi kako je smanjenje inflacije uzrokovano padom cijena energije, ali i usporavanjem sektora prijevoza i hotelijerstva. Također, mjere koje su iznesene u svrhu zaštite od korona virusa ograničile su rad proizvodnih i uslužnih sektora, zbog čega se stanovništvo uz ograničenu potrošnju i neizvjesnost od gubitka posla, okrenulo štednji. Kako bi se potaknula potrošačka klima, ESB je poduzimala sve što je bilo u njezinoj moći, a prema izvješćima banaka eurozone,

---

<sup>1</sup> Postupak kojim Europska središnja banka proširuje ponudu novca tako što ga čini jeftinijim za posuđivanje te potiče veću potrošnju. Monetarnom akomodacijom snižavaju se ključne kamatne stope (Kenton, 2021; Monetarna politika).

mjere koje je ESB provela, pozitivno su se odrazile na poboljšanje tržišnih uvjeta financiranja i likvidnosne položaje banka.

Prethodno provedene mjere monetarne politike u 2019. godini pridonijele su usmjeravanju inflacije prema srednjoročnom cilju, međutim pojavom pandemije, Europska središnja banka morala je preispitati svoju strategiju te koristiti novi svrsishodan paket mjera monetarne politike. Između ostalog, ponovno se javila potreba za korištenjem nestandardnih mjera monetarne politike nakon što ESB na nepovoljna ciklična kretanja nije mogla djelovati standardnim mjerama. Upravno vijeće (2021; Godišnje izvješće) je stoga odlučilo bankama osigurati povoljno zaduživanje dodatnim operacijama dugoročnijeg refinanciranja, privremeno povećati iznos za kupnju vrijednosnih papira te proširiti raspon njihove prihvatljivosti. „Također je odlučilo primjenjivati znatno povoljnije uvjete za sve operacije u sklopu treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) u razdoblju od lipnja 2020. do lipnja 2021.“ (ESB, 2021; Godišnje izvješće). Konkretnije, kamatne stope koje se koriste za operacije TLTRO III znatno su se smanjile i to za 50 baznih bodova ispod prosječne kamatne stope na glavne operacije refinanciranja. Uz to, banke su u sklopu operacije TLTRO III mogle pozajmiti veći iznos. Prema izvještaju ESB za 2020. godinu utvrđeno je povećanje ukupnog iznosa kojeg banke mogu pozajmiti na 55% stanja njihovih prihvatljivih kredita.

Između ostalog, Europska središnja banka usmjerila je 120 milijardi eura u program kupnje vrijednosnih papira kojim bi većinski kupovala vrijednosne papire privatnog sektora. Naime, taj je iznos bio privremeno namijenjen suzbijanju krize tekuće godine, kao dodatak postojećem APP-u. S obzirom da APP uključuje različite programe kupnje vrijednosnih papira, ESB(2021; Godišnje izvješće) ističe da je CSPP najviše pridonio rastu APP-a.

Kako bi se ublažio učinak pandemije, ESB je uvela novi privremeni hitni program kupnje zbog pandemije (PEPP) za kojeg je izdvojeno 750 mlrd. EUR, a kasnije ukupno 1,85 mlrd. EUR (ESB, 2021; Godišnje izvješće). ESB je odlučila produljiti razdoblje kupnje u sklopu PEPP-a do ožujka 2022., odnosno dok se ne utvrdi završetak krize, a glavnice dospjelih vrijednosnih papira nastojat će reinvestirati do kraja 2023. Ovisno o kretanjima inflacije, ESB zadržava pravo povećanja iznosa namijenjenog za provedbu PEPP-a ili djelomičnog iskorištavanja. Slijedom toga, na kraju godine utvrđen je iznos PEPP-a od 753,7 mlrd. EUR unutar kojeg se, prema ESB (2021; Godišnje izvješće), 94% odnosilo na kupnju vrijednosnih papira javnog sektora. Ujedno je i uvedena serija od četiri hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog

pandemije (PELTRO) koje bi za vrijeme njezinog trajanja pridonijele uspješnom provođenju standardnih mjera.

ESB (2021; Godišnje izvješće) ističe da je implementacijom nestandardnih mjera isprepletenih sa standardnim, postignuto puštanje dodatne likvidnosti u iznosu od 7 milijardi EUR do kraja 2020. godine što upućuje na povećanje za 49% u odnosu na kraj 2019. godine kada je puštena likvidnost iznosila 2,3 milijardi EUR. Kada je riječ o olakšanom pristupu kreditima, ESB (2021; Godišnje izvješće) je ublažila kriterije za kolateral koji bankama omogućavaju jamčenje drugom imovinom izvan standardnog popisa prihvatljive kolateral imovine. Prema tome, ESB će dodatno ublažiti kriterije određivanja vrijednosti priložene imovine. Protekom vremena, zaključilo se da je gospodarsko stanje neizvjesno zbog nemogućnosti procjene smjera i trajanja krize. Prema tome, Upravno vijeće nastavilo je prilagođavati instrumente kako bi osiguralo kretanje inflacije prema cilju.

U 2021. godini nakon djelomičnog oporavka od pandemijske krize, eurozona zabilježila je stabilniji gospodarski rast, međutim pojavio se novi val zaraze koji je otežao oporavak gospodarskih aktivnosti. Inflacija je, kako Upravno Vijeće (2022, Godišnje izvješće) izvješćuje, na početku godine bila vrlo niska, ali je porasla zbog povećane globalne potražnje, smanjenom ponudom i velikim rastom cijena energije. U odnosu na 2020. godinu kada je prosječno iznosila 0,3%, u 2021. dosegla je prosječnu razinu od 2,6%. Osim toga, povećanje inflacije pojavilo se uslijed pogodnih uvjeta financiranja jer su kamatne stope bile na izrazito niskoj razini. „Cilj toga bilo je smanjenje neizvjesnosti i jačanje povjerenja, poticanje osobne potrošnje i poslovnih ulaganja, jačanje gospodarske aktivnosti te očuvanje srednjoročne stabilnosti cijena“ (ESB, 2022; Godišnje izvješće). Uslijed blagog oporavka eurozone i približavanja srednjoročnom inflacijskom cilju, Upravno vijeće (2021; Godišnje izvješće) odlučilo je smanjiti iznose neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a. Također je odlučeno daljnje investiranje glavnice vrijednosnih papira dokle god bude bilo potrebno održavati likvidnosne uvjete povoljnima te visoki stupanj monetarne akomodacije. Između ostalog, kreditiranje banaka podržano je trećom serijom ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja te negativnom kamatnom stopom na stalno raspoložive mogućnosti deponiranja kod središnjih banaka. Upravno vijeće (2022; Godišnje izvješće) ističe kako se krajem godine inflacija povećala, a gospodarstvo se nastavilo oporavljati.

Upravno vijeće (2022; Godišnje izvješće) sve češću primjenu nekonvencionalnih mjera u borbi protiv inflacije uočilo je kao priliku za preispitivanje strategije monetarne politike. Utvrđeno je

kako su negativne kamatne stope, kupnja vrijednosnih papira, operacije dugoročnijeg refinanciranja i smjernice buduće monetarne politike pogodni za povećanje inflacije, zaposlenosti i proizvodnje. Međutim, nekonvencionalne mjere mogu stvoriti rizik suprotnih učinaka ukoliko se provode tijekom dužeg razdoblja. Zbog toga ih je potrebno primjenjivati u iznimnim slučajevima kao svojevrsna nadogradnja konvencionalnim mjerama te drugim politikama i regulacijama.

ESB je nastojala u narednim godinama u potpunosti sanirati posljedice pandemije, međutim 2022. godine eurozona se suočila s novim neizvjesnostima. Energetska kriza proizašla iz invazije na istoku i otvaranje gospodarstva nakon pandemije uzrokovali su smanjenje povjerenja, poremećaje u trgovini i povećanje troškova svih sektora što se posljedično odrazilo na povećanje cijena. Kako bi ESB mogla pravodobno odgovoriti na nove inflacijske izazove te kako prilagođena monetarna politika ne bi prouzročila negativne učinke, ESB je pokrenula proces normalizacije monetarne politike. Tijekom tog procesa provodile su se restriktivne mjere s kojima se nastojalo dovesti inflaciju na ciljanu razinu. Mjere su se odnosile na postepeno smanjivanje neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu APP i potpuno obustavljanje kupnje u sklopu PEPP. Između ostalog, Upravno vijeće (2023; Godišnje izvješće) odlučilo je postupno povećati ključne kamatne stope među kojima kamatna stopa na stalno raspoložive mogućnosti deponiranja kod središnje banke, nakon više od deset godina nije negativna. Također je donesena odluka o uvođenju novog instrumenta zaštite transmisije monetarne politike (TPI) koji kao dodatak ostalim instrumentima služi za stabiliziranje tržišnih kretanja koji ugrožavaju transmisiju Politike. S obzirom da je inflacija u eurozoni u 2022. godini iznosila prosječno 8,4%, ESB je morala nastaviti povećavati kamatne stope te uz to povećavati zahtjeve povezanih s kolateralom.

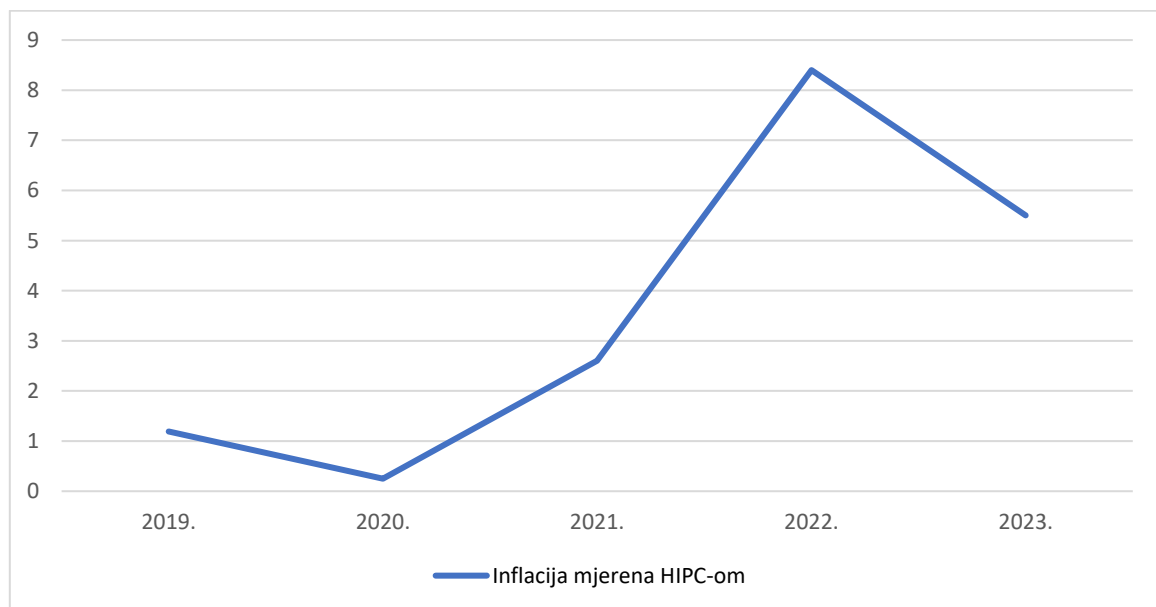
Rast cijena nastavio se u 2023. godini te je zbog toga Europska središnja banka odlučila pooštriti monetarnu politiku, odnosno podizati kamatne stope na dovoljnu razinu kojom bi se inflacija vratila na ciljanu. Cjelokupni proces smanjivanja kamatnih stopa, ESB provodila je tijekom godine, a na početku su se sve tri ključne stope povećale za 50 baznih bodova. U drugom kvartalu godine, kamatne su se stope na hipotekarne kredite i zaduživanje poduzeća povećale s posljedicama usporavanja kreditiranja te smanjenje viška likvidnosti. Zbog neprekidne oscilacije inflacije na visokim razinama, Upravno vijeće odlučilo je nastaviti provoditi restriktivnu politiku pri čemu su kamatne stope dodatno povećane. ESB (2024; Makroekonomske projekcije) predviđala je da će inflacija do kraja godine imati trend smanjivanja, ali da će duže razdoblje ostati na višoj razini od ciljane. Prema tome, kamatna

stopa na stalno raspoložive mogućnosti deponiranja kod središnje banke dosegla je 4%, a portfelj APP-a se smanjio. Inflacija se, kako Upravno vijeće (2024; Makroekonomske prijevike) ističe, nakon provedenih restriktivnih mjera u trećem kvartalu spustila na 4,3%, a pri kraju godine na 2,4%. Zaključuje se kako su se promjene kamatnih stopa snažno odrazile na uvjete financiranja što je potaklo smanjenje potražnje te u konačnici smanjilo inflaciju.

## 5. Analiza kretanja inflacije u zemljama eurozone

Učinkovitost instrumenata monetarne politike, između ostalog vidljiva je u održavanju inflacije na ciljanoj razini - ispod, ali blizu 2%. Kako bi ESB izmjerila inflaciju pogodnu za donošenje zaključaka, koristi se harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) koji „predstavlja skupinu europskih indeksa potrošačkih cijena izračunanih prema harmoniziranom pristupu i posebnom setu definicija koji omogućuje usporedivu mjeru inflacije u području eura, Europskoj uniji, Europskome ekonomskom području te za zemlje kandidatkinje“ (HNB, 2023; Statistika). Slijedom toga, indeksi potrošačkih cijena država eurozone i HIPC koriste iste reprezentativne košarice dobara i usluga kako bi generaliziranje bilo vjerodostojno. Ranije provedena analiza mjera monetarne politike u razdoblju od 2019. do 2023. u nastavku biti će potkrijepljena detaljnijim grafičkim prikazom i tumačenjem kretanja godišnje prosječne stope promjene inflacije mjerene HIPC-om u zemljama eurozone kako bi se uvidjela učinkovitost mjera monetarne politike za navedeno razdoblje.

Grafikon 1. Kretanje godišnje prosječne inflacije mjerene HIPC-om u eurozoni za razdoblje od 2019. do 2023.



Izvor: izrada autorice prema podacima sa Eurostata

Promatrajući razdoblje od 2019. do 2023. inflacija je vidljivo fluktuirala ispod, ali i znatno iznad ciljane razine. U 2019. godini, razdoblju koje je obilježeno slabijim gospodarskim rastom



eurozone te smanjenom globalnom potražnjom, prosječna inflacija iznosila je 1,19% (ESB, 2020; Godišnje izvješće). Kako bi ESB potaknula gospodarski rast provodila je ekspanzivnu monetarnu politiku, smanjujući kamatne stope i uvodeći program kupnje imovine (ESB, 2020; Godišnje izvješće). Tijekom prvih šest mjeseci 2019. inflacija se kretala uglavnom ispod 2%. U drugoj polovici godine fluktuirala je ispod 1%, a do kraja godine situacija se optimistično poboljšavala. Međutim pojavom korona krize i padom cijena nafte, prosječna inflacija smanjila se na 0,25% u 2020. godini. Također, zbog smanjene potrošnje i gospodarske nesigurnosti, inflacija je tijekom godine ostala na niskoj razini. Usporavanje gospodarskih aktivnosti eurozone i znatno niska inflacija bili su signali za preispitivanje monetarne strategije. ESB je stoga, kako bi održala cjenovnu stabilnost, uvela dodatne, nestandardne mjere monetarne politike. Učinkovitost dodatnih mjera odrazila se tek 2021. godine kada je prosječna inflacija iznosila 2,6%. Takav porast inflacije bio je potaknut i oporavkom gospodarstava uz rast cijena energije.

Neuobičajene okolnosti u eurozoni dovele su prosječnu godišnju inflaciju na najvišu razinu u promatranom razdoblju kada je 2022. iznosila 8,36%. Izrazito visoka inflacija posljedica je, uz korona krizu, i rata u Ukrajini zbog čega su se cijene energije i ostalih sirovina dodatno povećale. Poremećaje u opskrbnom lancu također su uzrokovala dodatna povećanja cijena (ESB, 2023; Godišnje izvješće). Kao odgovor na nastalu situaciju, ESB je morala pooštriti monetarnu politiku i tako postepeno ukinuti nestandardne mjere koje su bile primjenjive u situacijama niske inflacije. Tijekom 2022. inflacija se kretala znatno iznad ciljane razine te je dosegala i do 10%.

Rast cijena prehrambenih i drugih proizvoda koji se nastavio u 2023. godini ukazivao je na potrebu za dodatnim pooštavanjem mjera monetarne politike. Početkom godine inflacija je iznosila visokih 8,6%, međutim pravodobnim djelovanjem ESB, inflacija se do kraja 2023. spustila na 2,9%. Razlozi vidljivog smanjenja bili su povećanje ključnih kamatnih stopa koje su smanjile potražnju i poskupile zaduživanje, pad cijena energije u odnosu na prethodne godine te smanjenje troškova proizvodnje (ESB, 2024; Godišnje izvješće). U 2024. godini ESB će nastojati smanjivati inflaciju prema ciljanoj razini, a dostupni podaci za početak godine na to i upućuju.

## **6. Perspektiva monetarne politike ESB**

Otkada je osnovana Europska središnja banka do danas, postignuti su značajni uspjesi u savladavanju posljedica kriza. Od financijske, dužničke pa sve do nedavne korona krize, ESB je nastojala prilagoditi monetarnu politiku kako bi očuvala financijsku stabilnost eurozone i u konačnici održala inflaciju stabilnom. Ukupno gledajući, sve izazove koje su krize donijele, Europska središnja banka uspjela je savladati u suradnji sa središnjim bankama država članica eurozone i drugim institucijama koje su u takvim situacijama opravdale snažnu integriranost i zajedništvo.

Ostvareni uspjesi i globalna konkurentnost učinili su eurozonu privlačnom onim državama koje traže sigurnost i potporu. Međutim, kako bi neka država postala dio eurozone mora ispuniti određene uvjete. Slijedom toga, u ovome je poglavlju objašnjen proces pristupanja monetarnoj uniji, ulazak Hrvatske u eurozonu te buduće širenje eurozone.

### **6.1. Pristupanje monetarnoj uniji**

Razmatrajući trenutnu situaciju eurozona se, nakon oporavka od posljedica korona krize, ponovno zatekla u okružju novih izazova. Trenutna globalna neizvjesnost i geopolitičke napetosti odrazile su se na gospodarstva u pogledu umjerenog ekonomskog rasta i visoke inflacije koja je već duže vrijeme ključni problem eurozone. Između ostalog, ESB se suočava sa heterogenim učincima monetarne politike uslijed asimetričnosti šokova te zbog toga ne može u potpunosti primjenjivati jedinstvenu politiku. Zbog takvih situacija, prilikom ulaska novih država u monetarnu uniju, postavlja se pitanje optimalnosti valutnog područja. Naime, teorija optimalnog valutnog područja sadrži kriterije na temelju kojih zemlje pristupnice mogu procijeniti isplativost priklanja deviznom režimu Europske unije. Kriteriji uključuju „mobilnost rada i drugih faktora proizvodnje, fleksibilnost cijena i nadnica, ekonomsku otvorenost, diversifikaciju u proizvodnji i potrošnji, sličnost inflacijskih stopa te fiskalnu i političku integraciju“ (Bilas, 2005; 39).

Autorica ističe da su međusobna trgovina zemalja članica i povezanost među njihovim dohocima ključni kriteriji za ulazak u monetarnu uniju. To znači da sličnost dohodaka i visoki stupanj otvorenosti pogoduju uvođenju zajedničke valute. Ključne kriterije podupire hipoteza

o endogenosti optimalnog valutnog područja prema kojoj se, kako autorica objašnjava, odražava na ostale kriterije i pospješuje njihovo zadovoljavanje.

Prilikom donošenja odluke o uvođenju eura kao službene valute, u obzir se mora uzeti stupanj konvergencije. Bilas (2005; 48) navodi da će zemlje koje imaju viši stupanj konvergencije, imati više koristi od integracije jer će im odgovarati zajednička politika te neće biti podložne njezinim nepovoljnim učincima. Također se navodi da bi kriteriji trebali biti dovoljno strogi s obzirom da se pristupanjem monetarnoj uniji preuzima zajednički rizik, a loša procjena spremnosti zemlje za ulazak u monetarnu uniju može narušiti njezinu stabilnost.

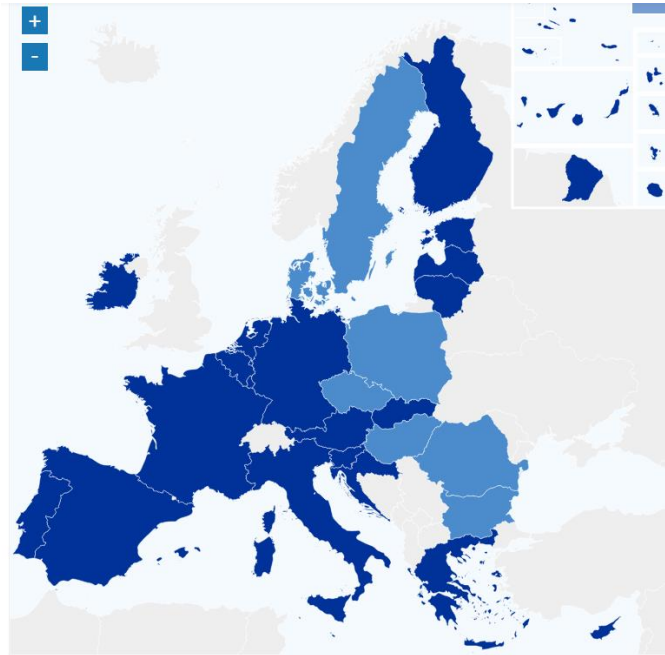
Europska središnja banka kao vodeća institucija EMU preuzela je ulogu provedbenog tijela monetarne politike koje nastoji održati stabilnost eurozone. Prema tome, u interesu ESB-a je sudjelovanje onih država koje u visokoj mjeri ispunjavaju kriterije optimalnog valutnog područja kao i kriterije konvergencije kako bi se učinci monetarne politike pozitivno odrazili na njihova gospodarstva. Međutim, eurozona je prilično diversificirana i zbog toga su moguće razlike u transmisijском mehanizmu i različite reakcije na monetarnu politiku. Sukladno navedenom, zaključuje se da bi dodatno širenje eurozone moglo utjecati na provedbu monetarne politike. Prema Europskoj središnjoj banci (2024; Makroekonomske projekcije) zbog pristupanja država s različitim stopama rasta gospodarstva, inflacijom ili stopom nezaposlenosti može se povećati heterogenost unutar eurozone što konkretno znači da će ESB morati proširiti gledišta prilikom donošenja odluka o monetarnoj politici te u obzir uzimati različite ekonomske uvjete koji mogu otežati provođenje jedinstvene Politike. Europska komisija (2015;11) zbog toga ističe važnost jačanja političke, monetarne i ekonomske integracije koja bi smanjila odstupanja između položaja država.

Pristupanjem novih članica, ESB mora kontinuirano proširivati svoje operativne i analitičke kapacitete, unaprjeđivati komunikaciju i brinuti da se odluke donesu na zadovoljstvo svih članica s obzirom da svaka od njih ima različite ekonomske prioritete. Između ostalog, pristupanje novih članica može utjecati na efikasnost transmisijского mehanizma tako da će ESB morati prilagođavati mjere s obzirom na različite financijske strukture i tržišne uvjete kako bi se monetarna politika prenosila na njihova realna gospodarstva.

Postojanje monetarne unije kao rezultat monetarne integracije zemalja članica Europske unije predstavlja sljedeći korak u potpunom ujedinjenju zemalja EU. Takvu integraciju Vuković i Vizjak (2001; 322) smatraju izrazito važnom posebice kada je riječ o stvaranju snažnije

suradnje među državama članicama te o njihovom gospodarskom razvoju. Prve članice monetarne unije bile su Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugal i Španjolska. Njihovim udruživanjem stvoren je temelj za implementaciju zajedničke valute. U nastavku su prikazane zemlje koje danas pripadaju Europskom sustavu središnjih banaka, Europskoj uniji i eurozoni.

Slika 2. Zemlje članice Europske unije i eurozone



izvor: Europska središnja banka (2024). *Naš novac*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html>

Sve plavo obojane zemlje pripadaju Europskoj uniji, a njihove središnje banke, Europskom sustavu središnjih banaka. Međutim, tamnije obojane zemlje pripadaju i eurozoni. To znači da su te države uvele euro kao jedino zakonsko sredstvo plaćanja. Uz prethodno navedenih 11 zemalja, ubrajaju se i Slovenija, Slovačka, Malta, Litva, Latvija, Grčka, Estonija, Cipar i Hrvatska. Od ukupno 27 država Europske unije, njih 7 ne koristi euro – Bugarska, Češka Republika, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Švedska i Danska. Sve navedene zemlje osim Danske odgodile su uvesti euro na neodređeno vrijeme za što postoje različiti ekonomski, politički i sociološki razlozi.

Andora, Monako, San Marino i Vatikan su zemlje članice eurozone kojima je na temelju sporazuma s Europskom unijom dozvoljeno korištenje eura kao nacionalne valute, a Crna Gora

i Kosovo, zemlje koje ne pripadaju Eurosustavu te nemaju predstavništvo u ESB, također su uvele euro ali bez posebnog sporazuma (ESB, 2022; Objašnjenja).

Kako bi države sudjelovale u daljnjoj integraciji i pristupile eurozoni moraju ispuniti kriterije konvergencije kako se njihovim uključanjem ne bi narušila stabilnost monetarnog sustava. Od država pristupnica zahtijeva se održavanje stabilnosti cijena koja se očituje u zadržavanju stope inflacije dovoljno nisko tako da ne prelazi stopu triju država članica sa najstabilnijom inflacijom za najviše 1,5 postotna boda. Također se zahtijeva zadržavanje državnog deficita ispod 3% BDP-a, a udio državnog duga ne smije prelaziti 60% BDP-a. Kako bi se država pripremila za ulazak u eurozonu najmanje dvije godine mora sudjelovati u tečajnom mehanizmu (ERM II) u kojemu ne smije biti znatnih odstupanja od središnjeg tečaja, a sve kako bi se dokazala izdržljivost gospodarstva na fluktuaciju valute. Pri provjeri, Europska središnja banka (2024; Izvješće o konvergenciji) navodi kako razmatraju promjenjivost deviznog tečaja u odnosu na euro te prethodne intervencije i programe financijske pomoći. Između ostalog, prate kretanja dugoročnih kamatnih stopa pri čemu je važno da ne prelaze referentnu stopu za dva postotna poena formiranu prema stopama triju cjenovno najstabilnijih država.

Nakon zadovoljenja svih kriterija država je spremna uvesti euro s kojim će nastojati ostvariti rast i stabilnost. Uz euro, države će uživati njegove prednosti eliminiranja valutnog rizika u europskoj trgovini i transparentnost cijena, mobilnosti radne snage i slobodnog kretanja robe. Olakšano kretanje potrebnog kapitala među državama članicama će stoga pridonositi ukupnoj učinkovitosti eurozone. Neće postojati potreba za razmjenom novca tijekom putovanja unutar što potencijalno može privući veći broj turista i tako utjecati na povećanje prihoda od turizma. Euro je prema Beattiju (2021; Prednosti i nedostaci eura) stvoren kako bi si zemlje međusobno pomagale tijekom kriza pa bi se tako otkupljivali dugovi, slala financijska pomoć i slično. Jedinstvena valuta također omogućuje uspoređivanje cijena i smanjenje transakcijskih troškova, kao i privlačenje stranih investitora.

Istodobno euro može iziskivati dodatne troškove tijekom njegovog uvođenja i izazvati inflaciju. Cerovac i sur. (2011; 669) navode kako se države sa različitim stopom rasta i stopom nezaposlenosti suočavaju sa dodatnim izazovima usklađivanja sa drugim državama. Utvrđeno je da Europska unija nije u potpunosti optimalno valutno područje te se djelovanje politike na takve zemlje ne odražava isto. Jedinstvena monetarna politika nije primjenjiva u slučajevima kada je u nekoj državi potrebno povećavanje kamatnih stopa zbog „pregrijanosti“ gospodarstva, a u drugoj smanjivanje u slučaju depresije.

## **6.2. Ulazak Hrvatske u eurozonu**

Hrvatska se ulaskom u Europsku uniju 2013. godine obvezala uvesti euro kao nacionalnu valutu. Proces pristupanja eurozoni započeo je 2021. godine ulaskom u europski tečajni mehanizam (ERM II). U tom razdoblju Hrvatska je morala dokazati ispunjenost kriterija nominalne i pravne konvergencije, a Europska središnja banka vršila je procjenu uspješnosti. Istekom dvije godine sudjelovanja u ERM II i zadovoljavanjem zahtijevanih kriterija, Hrvatska se eurozoni pridružila 2023. godine.

Hrvatska narodna banka postala je dio Eurosustava i monetarne unije, koja danas zajedno sa ESB-om i drugim nacionalnim središnjim bankama sudjeluje u provođenju monetarne politike eurozone. Međutim, HNB je i dalje ovlaštena brinuti o monetarnoj stabilnosti Hrvatske kao i provoditi makrobonitetnu politiku u slučaju da zajednička politika ne bude primjenjiva na hrvatsko gospodarstvo.

Ulaskom u eurozonu, HNB nastavlja obavljati poslove nadzora banaka pri čemu dodatno izvješćuje ESB. Između ostalog, osigurava neometano funkcioniranje platnog sustava te građane opskrbljuje eurokovanicama i euronovčanicama. Zadržava nadzor i upravljanje međunarodnih pričuva te sudjeluje u definiranju zajedničkih politika, procedura i regulativa. Prema podacima sa službenih stranica Hrvatske narodne banke (2023; Novosti) uvođenje eura pridonijelo je uklanjanju valutnog rizika za dužnike već u prvoj godini. „Krajem prosinca 2022. dug u stranoj valuti iznosio je 77 mlrd. eura (115% BDP-a), a krajem ožujka 2023. iznosio je samo 0,5 mlrd. eura (0,7% BDP-a)“ (HNB, 2023; Novosti). Prema tome, gospodarska se otpornost povećala i omogućeno je lakše upravljanje rizikom, a HNB može efikasnije reagirati na poremećaje.

## **6.3. Buduće širenje eurozone**

Posljednje proširenje eurozone bilo je 2015. godine ulaskom Litve u valutno područje, a sve do 2023. niti jedna se država nije dodatno priključila. Naime proširenje eurozone je stalan proces pa je tako uvođenjem eura u Hrvatsku 2023. započeo novi krug proširenja. Nakon Hrvatske, veliki interes za pristupanje monetarnoj uniji iskazale su Bugarska i Rumunjska. Za Bugarsku se, nakon odgode uvođenja eura za 2024., predviđa da bi euro trebala uvesti početkom 2025. Odgoda ulaska u monetarnu uniju javila se uslijed nemogućnosti održavanja stabilnosti cijena

zbog previsoke inflacije te kako Heuertas i Lyaskova (2023; Expert articles and blogs) ističu, Bugarska se nalazi među prve tri zemlje u smislu omjera javnog duga i BDP-a gdje dug iznosi približno 23% BDP-a. Naime, Bugarska je pristupila europskom tečajnom mehanizmu 2020. i po uzoru na Hrvatsku nastoji ispuniti sve konvergencijske kriterije. Uz ERM II, Koordinacijsko vijeće za pripremu Bugarske za članstvo u europodručju (2023;6) navodi da je Bugarska pristupila Jedinostvenom nadzornom mehanizmu (SSM) i Jedinostvenom sanacijskom mehanizmu (SRM), a sudjelovanje u tim mehanizmima osigurava stabilnost za financijske sektore pružajući sanacijska sredstva, povećano povjerenje investitora, poboljšanje kreditne sposobnosti te doprinosi financijskoj integraciji što pospješuje izgleda za uvođenje eura zbog ojačanog financijskog sustava. Odgoda pristupanju monetarnoj uniji za Bugarsku predstavlja privremenu prepreku, ali i priliku za dodatnu pripremu poduzeća i građana za uvođenje eura te usklađivanje regulative sa europskim standardima kako bi integracija u eurozonu prošla što uspješnije. Dodatnih godinu dana također se može iskoristiti za povećanje javne svijesti i edukacije o euru kao i jačanje ekonomske stabilnosti.

S druge strane, Rumunjska nije ušla u europski tečajni mehanizam zbog nezadovoljavanja nužnih uvjeta, međutim uvođenje eura predviđa se za 2029. godinu. Centralna banka Rumunjske (2018; Monetarna politika) ističe kako rumunjsko gospodarstvo zahtijeva višestruke prilagodbe prije nego uđe u ERM II, a odnose se na makroekonomsku stabilnost, potencijalni rast, fleksibilnost gospodarstva i njegova otpornost na nepovoljne šokove. Kako bi se navedene prilagodbe ostvarile, Rumunjska mora sniziti i održavati godišnju stopu inflacije na razini eurozone te smanjiti njezinu volatilnost dvije godine prije ulaska u ERM II postupnim smanjivanjem kamatne stope. Rumunjska, prema izvještajima Centralne banke Rumunjske (2018; Monetarna politika) mora povećati stupanj financijske integracije, poboljšati poslovno i institucionalno okruženje, povećati ulaganja i konkurentnost, poboljšati kvalitetu i učinkovitost javne uprave...Iako je Rumunjska izrazila želju za ulazak u eurozonu, Centralna banka Rumunjske (2018; Monetarna politika) smatra pristupanje ERM II neisplativim zbog potencijalnog smanjenja učinkovitosti središnje banke te mogućih špekulativnih radnji vezanih uz tečaj. Kako bi Rumunjska pristupila ERM II, mora stvoriti uvjete za to na način da se suoči sa ekonomskim, fiskalnim, političkim i strukturnim izazovima. Smarandache (2023; Euractiv) prenosi da bi Rumunjska, ukoliko primjeni Nacionalni plan oporavka i otpornosti mogla iskoristiti europska sredstva pomoću kojih bi se ubrzalo stvaranja povoljnog tla za uvođenje eura.

„Države članice ponekad mogu dogovoriti izuzeće od bilo kojeg zakonodavnog akta ili ugovora Europske unije i ne sudjelovati u određenim područjima politike. Izuzeće od uvođenja jedinstvene valute vrijedi za Dansku. Ona je nakon pristupanja EU-u zadržala svoju valutu“ (Europska unija,2024). Države koje su odgodile ulazak u eurozonu na neodređeno vrijeme i za koje se ne primjenjuje klauzula o izuzimanju su: Švedska, Češka, Mađarska i Poljska. Deskar-Škrbić i Kunovac (2021;7) razmotrili su razloge njihovog odbijanja pristupanju eurozoni. Šveđani smatraju da je uvođenje eura prijetnja za nacionalnu neovisnost zemlje te je izraženo veliko neslaganje među građanima oko uvođenja eura. Autori navode da je situacija preostale tri zemlje malo kompliciranija. Uvođenje eura u Poljsku u početku je imalo svijetlu budućnost, koristi eura su bile veće nego troškovi, donesen je i Strateški okvir za nacionalni plan za prelazak na euro, međutim nastanak financijske krize odrazio se na „percepciju javnosti i kreatora politike i dovela do odgode relevantnih političkih procesa povezanih s pripremama za uvođenje eura“ (Deskar-Škrbić, Kunovac, 2021;11). Važan argument zadržavanja poljskog zlota je njegova snažna deprecijacija tijekom krize koja se tumačila kao važan stabilizacijski čimbenik. To je dodatno poljuljalo zaključke o pouzdanosti eurozone i isplativosti uvođenja eura.

Razlozi odbijanja uvođenja eura u Mađarsku uglavnom su političke prirode. Uz to navodi se kako Mađarska ima nisku razinu konvergencije sa eurozonom zbog čega se neprestano odgađa rasprava o euru. Češka je također ograničenog mišljenja oko uvođenja eura posebice zbog euroskeptika koji su na vlasti. Međutim, iako su utvrđene prednosti ulaska u eurozonu, Češka je nakon pojave financijske krize napravila korak nazad u pogledu neispunjavanja potrebne razine konvergencije. Slijedom toga, Češka je trenutno usmjerena na održavanje dugoročne stabilnosti i održivosti prije nego uvede euro.

Kao opravdanje za neuvođenje eura u Mađarsku, Češku, Švedsku i Poljsku navodi se mogućnost samostalnog provođenja monetarne politike te korištenje nestandardnih mjera za vrijeme kriza koje su jednako učinkovite kao i nestandardne mjere ESB-a. Međutim, Deskar-Škrbić i Kunovac (2021;25), na temelju provedenog istraživanja o usklađenosti šokova između država eurozone i država izvan eurozone, zaključuju da uvođenje eura u prethodno navedenim državama ne bi izazvalo velike troškove u smislu stabilizacijskih politika i gospodarskih rezultata te da su poslovni ciklusi i ključne kamatne stope tih zemalja usklađene sa onima koje održava ESB u eurozoni. Njihovo odbijanje uvođenja eura temelji se na političkim i socijalnim razlozima jer je utvrđeno da su njihova gospodarstva jednako uspješna neovisno o tome nalazili se oni u eurozoni ili izvan.



## 7. Zaključak

Provodeći jedinstvenu monetarnu politiku, Europska središnja banka nastoji očuvati cjenovnu stabilnost i dugoročni gospodarski rast eurozone. To postiže monetarnom strategijom i primjenom instrumenata kao što su operacije na otvorenom tržištu, definiranjem minimalnih rezervi te stalno raspoloživim mogućnostima. Od svog osnivanja, ESB je razvijala i prilagođavala svoje instrumente kako bi pravodobno odgovorila na aktualne izazove. ESB se tijekom razdoblja djelovanja suočavala sa financijskim krizama, ekonomskim recesijama, a u posljednjih nekoliko godina nastoji smanjiti inflatorne pritiske.

U radu je analizirano razdoblje od 2019. do 2023. koje je zabilježeno kao nesvakidašnje. Naime, pojava pandemije i geopolitičke napetosti na istoku negativno su utjecali na eurozonu. Za vrijeme pandemije, kada su aktivnosti gospodarstava bile usporene, ESB je uvela dodatne instrumente među kojima se ističu Hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja u slučaju pandemije (PELTRO) i Program hitne kupnje imovine u slučaju pandemije (PEPP). Pomoću njih, pružena je dodatna likvidnost i podrška gospodarstvima. Uvođenjem dodatnih mjera, ESB je pokazala sposobnost da prilagodi svoju monetarnu politiku aktualnim ekonomskim kretanjima.

Nadalje, inflacija koja je tijekom posljednjeg desetljeća bila oko ciljane razine, naglo je porasla u 2022. i 2023. godini, uglavnom zbog rastućih cijena energije i drugih sirovina te poremećaja u opskrbnim lancima. Tijekom navedenog razdoblja, ESB je povećavala kamatne stope kako bi smanjila inflatorne pritiske. Međutim i dalje postoji izazov održavanja ravnoteže između smanjenja inflacije i gospodarskog rasta.

Promatrajući budućnost monetarne politike, ESB će se nastaviti boriti sa visokom inflacijom. Osim toga, suočit će se sa nizom složenih izazova uključujući klimatske promjene koje zahtijevaju održivost u monetarnoj politici. Uz navedeno, javit će se izazovi vezani uz širenje eurozone i formiranje ujednačene monetarne politike za sve postojeće i nove članice. Također, digitalizacija financijskog sektora za ESB predstavlja izazov u kontekstu budućnosti novca i financijske stabilnosti.

Zaključno, ESB pokazala je prilagodljivost i inovativnost u vođenju monetarne politike. Suočavajući se sa brojnim izazovima, pokazala je sposobnost da odgovori na promjenjive ekonomske uvjete, a upravo su prilagodba i pravodobna reakcija ključni za stabilnost i prosperitet eurozone.

## Literatura

1. Beattie, A. (2021). *Pros and cons of the euro*. Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/09/euro-introduction-debut.asp> [pristupljeno: 5. travnja 2024].
2. Bilas, V. (2005). *Teorija optimalnog valutnog područja; euro i Europska monetarna unija*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Vol. 3, No. 1, str. 39-53. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/clanak/41468> [pristupljeno: 5. travnja 2024].
3. Buch, C. (2024). *Europski bankovni nadzor desetljeće kasnije: očuvanje otpornosti banaka usred globalnih izazova*. Europska središnja banka. Dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp240212~8b11e7f6c7.en.html> [pristupljeno: 7. travnja 2024].
4. Cerovac, M., Faulend, M., Mintas Hodak, Lj., Majić, H., Mataija, M., Mijatović, N., Ondelj, I., Sokol, T., Šimac, S., Škreb, M., Šošić, V., Vidović, B., Mikuš Žigman, N. (2011). *Europska unija*. Zagreb: Mate
5. Coordination council for the preparation of the Republic of Bulgaria (2023). *National euro changeover plan of Bulgaria*. Dostupno na: <https://www.minfin.bg/en/1570> [pristupljeno: 15. travnja 2024].
6. Deskar-Škrbić, M., Kunovac, D. (2021). *Dvadeseta godišnjica eura: zašto se neke zemlje još ne žele pridružiti?*. HNB. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/3050637/p-049.pdf/dabe9d48-34ba-d5f3-526c-22eae3a596d0> [pristupljeno: 8. travnja 2024].
7. Dumičić, M. (2015). *Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike*. Hrvatska narodna banka. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/265505/p-026/ddb215ff-a3a7-4232-95a2-ebe9008229f6> [pristupljeno: 20. travnja 2024].
8. Europska komisija (2015). *Ekonomska i monetarna unija i euro: za stabilnost, rast i blagostanje diljem Europe*. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije. Dostupno na: <https://op.europa.eu/hr/publication-detail/-/publication/e862fc8f-f3c7-4599-b05e-cf39020ab8f6> [pristupljeno: 27. travnja 2024].
9. Europska središnja banka (2020). *ECB extends pandemic emergency longerterm refinancing operations*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210~8acfa5026f.hr.html> [pristupljeno: 27. travnja 2024].

10. Europska središnja banka (2020). *Godišnje izvješće 2019*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.hr.html> [pristupljeno: 4. svibnja 2024].
11. Europska središnja banka (2021). *Godišnje izvješće 2020*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.hr.html> [pristupljeno: 5. svibnja 2024].
12. Europska središnja banka (2022). *Godišnje izvješće 2021*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2021~14d7439b2d.hr.html> [pristupljeno: 6. svibnja 2024].
13. Europska središnja banka (2023). *Godišnje izvješće 2022*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html> [pristupljeno: 10. svibnja 2024].
14. Europska središnja banka (2024). *Ekonomska i monetarna unija*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/history/emu/html/index.hr.html> [pristupljeno: 15. svibnja 2024].
15. Europska središnja banka (2024). *Godišnje izvješće 2023*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2023~d033c21ac2.hr.html> [pristupljeno: 16. svibnja 2024].
16. Europska središnja banka (2024). *Istraživanje i publikacije*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/html/index.hr.html> [pristupljeno: 5. travnja 2024].
17. Europska središnja banka (2024). *Jedinstveni nadzorni mehanizam*. Dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.hr.html> [pristupljeno: 10. travnja 2024].
18. Europska središnja banka (2024). *Makroekonomske projekcije*. Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202403\\_ecbstaff~f2f2d34d5a.hr.html#toc7](https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202403_ecbstaff~f2f2d34d5a.hr.html#toc7) [pristupljeno: 20. svibnja 2024].
19. Europska središnja banka (2024). *Monetarna politika, financijska stabilnost i preispitivanje strategije*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monpol-financial-stability.hr.html> [pristupljeno: 12. travnja 2024].
20. Europska središnja banka (2024). *The economic outlook and monetary policy in the euro area*. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240110~cabae85ba4.en.html> [pristupljeno: 24. svibnja 2024].

21. Hrvatska narodna banka (2017). *Indeksi cijena*. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-cijena> [pristupljeno: 23. svibnja 2024].
22. Hrvatska narodna banka (2022). *O euru*. Dostupno na: <https://euro.hr/o-euru/> [pristupljeno: 23. svibnja 2024].
23. Hrvatska narodna banka (2023). *Prva godina sudjelovanja Hrvatske u europodručju*. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/prva-godina-sudjelovanja-hrvatske-u-europodrucju> [pristupljeno: 23. svibnja 2024].
24. Huertas, M., Lyaskova, K., (2023). *Bulgaria puts the brakes on its euro accession timeline but may finally be on the verge of forming a government after several unsuccessful attempts*. PWC. Dostupno na: <https://legal.pwc.de/en/news/articles/bulgaria-puts-the-brakes-on-its-euro-accession-timeline-but-may-finally-be-on-the-verge-of-forming-a-government> [pristupljeno: 28. svibnja 2024].
25. Jochnick, K. (2024). *The single supervisor ten years on: experience and way forward*. Europska središnja banka. Dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp240313~6d4a6c71a9.en.html> [pristupljeno: 27. svibnja 2024].
26. Kenton, W. (2021). *Accommodative monetary policy: definition and examples*. Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/a/accomodativemonetarypolicy.asp> [pristupljeno: 7. svibnja 2024].
27. Kenton, W. (2024). *What was the European Community (EC)? Definition and History*. Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/e/european-community.asp> [pristupljeno: 5. travnja 2024].
28. Kenton, W. (2024). *Maastricht Treaty: Definition, Purpose, History, and Significance*. Investopedia. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/m/maastricht-treaty.asp> [pristupljeno: 8. travnja 2024].
29. Nakić, M. (2015). *Komunikacija središnje banke – novi instrument monetarne politike*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Vol. 13, No. 2, str. 122-137. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/219600%20> [pristupljeno: 21. svibnja 2024].
30. Pompò, M. (2009). *A brief overview of monetary policy in the European Union*. Economic reasearch – Ekonomska istraživanja. Vol. 22, No. 1, str. 127-133. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/60042> [pristupljeno: 25. svibnja 2024].

31. Popsek Biškupec, P., Bilal Zorić, A. (2017). *Optimizacija korištenja instrumenata monetarne i makroprudencijalne politike u svrhu očuvanja stabilnosti financijskog sustava*. Proceedings of the Faculty of Economic and Business in Zagreb. Vol. 15 No. 1. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/en/file/271867> [pristupljeno: 24. svibnja 2024].
32. Radošević, D. (2018). *Monetarna politika Europske središnje banke*. Zagreb: Školska knjiga.
33. 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. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/en/file/366518> [pristupljeno: 22. svibnja 2024].
34. Scheinert, C. (2024). *Povijest Ekonomske i monetarne unije*. Europski parlament. Dostupno na: [https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU\\_2.6.1.pdf](https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_2.6.1.pdf) [pristupljeno: 5. travnja 2024].
35. Sever, I. (2017). *Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak?* Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci. Dostupno na: [https://www.efri.uniri.hr/upload/02\\_Financije%20na%20prekretnici-imamo%20li%20snage%20za%20iskorak.pdf](https://www.efri.uniri.hr/upload/02_Financije%20na%20prekretnici-imamo%20li%20snage%20za%20iskorak.pdf) [pristupljeno: 29. svibnja 2024].
36. Smarandache, M. (2023). *Romania wants to push euro adoption by 2026*. Euractiv. Dostupno na: <https://www.euractiv.com/section/politics/news/romania-wants-to-push-euro-adoption-by-2026/> [pristupljeno: 29. svibnja 2024].
37. Vizjak, A. (2000). *Utjecaj monetarne unije i uvođenje eura na gospodarske sustave europskih zemalja i Republike Hrvatske*. Ekonomski vjesnik. Vol. 13, No. 1-2, str. 109-121. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/en/file/294953> [pristupljeno: 27. svibnja 2024].
38. Vujčić, B. (2003). *EURO: Europska monetarna unija i Hrvatska*. Zagreb: Masmedia
39. Vukić, S. (2019). *Europska središnja banka (ESB): strateška politika temeljena na ekonomskoj i monetarnoj analizi*. Dostupno na: <https://rb.gy/15fnc6> [pristupljeno: 8. svibnja 2024].
40. Vuković, I., Vizjak, A. (2001). *EUROPSKA MONETARNA UNIJA – Retrospektiva, trenutno stanje i perspektiva*. Economic Thought and Practice. Vol. 10, No. 2, str. 303-324. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/en/222673> [pristupljeno: 6. travnja 2024].

## **Popis slika**

Slika 1. Instrumenti monetarne politike .....	12
Slika 2. Zemlje članice Europske unije i eurozone .....	28

## **Popis grafikona**

Grafikon 1. Kretanje godišnje prosječne inflacije mjerene HIPC-om u eurozoni za razdoblje od 2019. do 2023.....	24
---	----