

MONETARNA POLITIKA ECB: KLJUČNI ASPEKTI NOVE MONETARNE STRATEGIJE

MONETARY POLICY OF THE ECB: KEY ASPECTS OF THE NEW MONETARY STRATEGY

Milutin Ješić*

Apstrakt: Evropska centralna banka je odgovorna za formulaciju strategije monetarne politike, čiji je primarni zadatak cenovna stabilnost u Evrozoni. Inicijalna monetarna strategija ECB je usvojena u oktobru 1998. god., a revidirana verzija monetarne strategije je počela sa implementacijom od maja 2003. god. Ključni aspekt ove strategije bio je definisanje cilja tako da inflacija treba da bude „ispod, a blizu 2%“. U skoro dve decenije važena revidirane strategije, došlo je do značajnog smanjenja prirodne kamatne stope i efektuiranja ograničenja visine kamatne stope, globalnih šokova, razvoja nekonvencionalnih instrumenata monetarne politike, novih instrumenata na finansijskom tržištu, a što je iznedrilo potrebu za novom monetarnom strategijom. Ključna promena je novi način formulisana cilja. ECB se obavezala na cilj od 2%, ali sa simetričnim odstupanjima i ispod i iznad centralnog pariteta. Fokus ovog rada biće na ključnim aspektima nove monetarne strategije, uključujući definiciju cilja, način merenja cilja, značaj inflacionih očekivanja i doprinos fiskalne politike cenovnoj stabilnosti. Glavni zaključak rada je da je novom monetarnom strategijom učinjen korak unapred, ali da je propuštena šansa da cilj bude nedvosmisleno formulisano.

KLJUČNE REČI: ECB, MONETARNA STRATEGIJA, CENOVNA STABILNOST

JEL KLASIFIKACIJA: E31, E52, E58

Abstract: The European Central Bank is responsible for the formulation of the monetary policy

strategy, whose primary task is price stability in the Eurozone. The initial monetary strategy of the ECB was adopted in October 1998, and the revised version of the monetary strategy began to be implemented in May 2003. A key aspect of this strategy was defining the target so that inflation have to be “below, but close to 2%”. In almost two decades of the implementation of the revised strategy, there was a significant decrease in the natural interest rate and the zero-lower bound occurrence, global shocks, the development of unconventional monetary policy instruments, new instruments on the financial market, which all together gave rise to the need for a new monetary strategy. The crucial change is a new way of formulating the goal. The ECB has committed to a target of 2%, but with symmetrical deviations, both below and above the central parity. The focus of this paper will be on the key aspects of the new monetary strategy, including the definition of the goal, the method of measuring the goal, the importance of inflation expectations and the contribution of fiscal policy to price stability. The main conclusion of the paper is that a step forward was taken with the new monetary strategy, but that the chance to formulate the goal unambiguously was missed.

KEYWORDS: ECB, MONETARY STRATEGY, PRICE STABILITY

JEL CLASSIFICATION: E31, E52, E58

1. UVOD

Evropska centralna banka (ECB) je odgovorna za definisanje strategije monetarne politike, prema Sporazumu o funkcionisanju Evropske monetarne unije. Osnovni zadatak ECB je ostvarivanje primarnog cilja koji je definisan kao cenovna stabilnost u Evrozoni. Ipak,

* Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Kamenička 6, 11000 Beograd.
E-mail: milutin.jesic@ekof.bg.ac.rs

postavlja se pitanje kako definisati šta je tačno cenovna stabilnost. Ta razrada ostavljena je u diskreciono ovlašćenje ECB koja to treba da adekvatno definiše u svojoj monetarnoj strategiji. Pored tog elementa, mandat ECB podrazumeva i definisanje instrumenta koje ECB koristi u procesu vođenja monetarne politike, što takođe treba da bude sastavni deo monetarne strategije.

Prvobitna monetarna strategija ECB je usvojena 1998. god. Do revizije te strategije došlo je 2003. god. Od tada se ona nije menjala sve do donošenja nove strategije 2021. god. Toliko dugačak period važenja stare strategije imao je brojne konsekvence, a *de facto* odstupanje od *de iure* definisane strategije bilo je praktično očekivano, budući da su se okolnosti za to vreme značajno promenile. To je i dovelo do pripreme, a potom i usvajanja nove strategije 2021. god., koja je trebalo da reši određene probleme koji su vremenom isplivali na površinu. Nema sumnje da je novom strategijom načinjen veliki korak napred. Ipak neki problemi nisu rešeni.

Ovaj rad strukturiran je na sledeći način. Drugo poglavlje bavi se osnovnim elementima inicijalne i revidirane strategije ECB. Treće poglavlje odnosi se na novu monetarnu strategiju. Četvrto poglavlje opisuje kretanje ključnih makroekonomskih, a pre svega monetarnih pokazatelja Evrozona kao celine. Peto poglavlje posvećeno je zaključnim razmatranjima.

2. INICIJALNA I REVIDIRANA MONETARNA STRATEGIJA ECB

Prvobitna monetarna strategija ECB je usvojena u oktobru 1998. god. Njen fokus bila je uloga novca za ostvarenje stabilnosti cena. Drugim rečima, posebna pažnja pridavana je referentnoj vrednosti rasta monetarnog agregata M3. Ovo je bila prirodna posledica decenijskog oslanjanja na koncept targetiranja monetarnih agregata i monetarističko viđenje uloge novca u ostvarenju cilja stabilnosti cena. Pored toga, budući da je ECB nastala na postulatima koje je gajila Bundesbanka, jasno je bilo da ECB želi da „pozajmi“ kredibilitet nemačke centralne banke, a koja se takođe oslanjala na praćenje M3 agregata. Svako odstupanje vrednosti ovog agregata od referentne vrednosti, bilo je dovoljan uslov iniciranja mera monetarne politike. Ova prvobitna verzija nije stavila fokus na preciznije definisanje cenovne stabilnosti, pa se iz tog razloga pristupilo njenoj reviziji.

Revidirana monetarna strategija ECB je počela sa implementacijom maja 2003. god. Ključan korak bio je definisanje cenovne stabilnosti, jer je do tada evidentno bilo da postoje poteškoće ekonomskih agenata da razumeju šta je cilj ECB. Ova verzija strategije zasnivala se na više elemenata: 1. Inflacija treba da bude „ispod, a blizu 2%“; 2. Cilj treba da bude ostvaren u srednjem roku; 3. Rizici za cenovnu stabilnost se prate kroz okvir koji podrazumeva dva stuba, koji se odnose na ekonomsku analizu i monetarnu analizu.

Eksplicitno je definisan cilj, ali ne i granice cilja. Nejasnost tačnih granica koje definišu da li je konkretna stopa inflacije u ciljanoj zoni ili ne bio je poseban problem, tj. numerička vrednost za određenje cilja “blizu 2%” je izostala. Ispostavilo se da ovakav način definisanja cilja nije dovoljno jasan javnosti, te da agenti imaju problema da razumeju šta je zapravo cilj ECB. To je bila ključna manjkavost ove verzije monetarne strategije. Način definisanja cilja u tom trenutku bio je rezultat kompromisa, koji je maksimizirao manevarski prostor ECB, tako što je ostao konzistentan sa cenovnom stabilnošću, a sa

druge strane zarad brojnih mogućnosti omaški, statističkih razlika, nepreciznosti merenja i sl. sprečavao, barem *de iure*, da se uđe u rizik deflacione spirale.¹

Međutim, ključni problem ovakve definicije cilja njegova asimetričnost, koja se nije pokazala optimalnom. Dakle, prema ovoj strategiji odstupanja od stope inflacije od 2% nisu simetrično tretirana, jer su odstupanja ispod 2% bila dozvoljena, a odstupanja preko 2% nedozvoljena. Ipak, vremenom se tolerancija na odstupanja menjala, pogotovo nakon finansijske krize i krize javnog duga u EU. To se može zaključiti na osnovu empirijskih ocena funkcije reakcije ECB. Što je inflacija bila bliža granici od 2%, veća je bila verovatnoća da bi inflacija mogla biti iznad gornje granice ciljanog raspona, a to bi dovodilo do određenog stepena asimetrije u načinu na koji ECB reaguje na prebačaje cilja u odnosu na podbačaje cilja.² Teško je napraviti razliku između asimetrične reakcije oko cilja od 2% u obliku snažnijeg odgovora na prekoračenje nego na podbačaj cilja sa jedne strane, i simetrične reakcije oko niže numeričke vrednosti sa druge strane.³ Pojedini autori nalaze podršku za stav da je ECB u prošlosti asimetrično reagovala na inflaciju, ali smatraju da se do sredine 2014. politički odgovor može okarakterisati kao asimetričan tako što je snažnije reagovao na inflaciju iznad 1,9% nego ispod nje, ali od sredine 2014. funkcija reakcije je bila simetričnija.⁴ Postavlja se pitanje da li je 2% ciljane inflacije koju je predložila ECB optimalna stopa inflacije za zonu evra u celini i za tri najveće zemlje članice Evrozone. Rezultati pokazuju da je cilj ECB-a „ispod, ali blizu 2%“ prikladan za Evrozonu. Međutim, ovaj cilj je prenizak za Španiju i previsok za Francusku i Nemačku.⁵ Stoga, iako je cilj ECB-a zaista optimalan za Evrozonu u celini, to može biti štetno za neke zemlje.

Posebnu pažnju potrebno je posvetiti orijentaciji strategije na srednji rok. ECB je želela da se ogradi od eventualnih odstupanja inflacije od targetirane u kratkom roku, na koje ona ne može da utiče, jer su neki šokovi, u zavisnosti od njihove prirode, teži za neutralisanje.

Konačno, svaki šok koji pogađa ekonomiju Evrozone, bio je analiziran iz domena ekonomske i monetarne analize, te je nakon toga donošena odluka da li uopšte ECB treba da reaguje i na koji način. Ovi domeni su povezani, ali im je ipak ECB pridavala posebnu pažnju separatno. Značajno je istaći da je pre ove revizije svaki šok posmatran iz domena monetarne i ekonomske analize. Drugim rečima, na isti način, ali obrnutim redosledom.

Treba napomenuti da je u odnosu na prvobitnu verziju strategije, ova verzija donela jedno bitno poboljšanje, a to je umanjeње značaja referentne vrednosti rasta monetarnog agregata M3, tj. odustajanje od principa čvrste i dovoljne veze između monetarnih agregata i inflacije.

Vreme je razotkrilo nedostatke ove strategije, pre svega u nemogućnosti da adekvatno usidri inflaciona očekivanja. Mnoga istraživanja potvrđuju da domaćinstva nisu svesna cilja centralne banke o inflaciji, te da njihova inflaciona očekivanja najčešće premašuju

1 Hartmann, P. and Smets, F. (2018), p. 28.

2 Cecioni, M., Coenen, G., Gerke, R., Le Bihan, H. and Motto, R. (2021), p. 11.

3 Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, A.S. and Yiangou, J. (2019).

4 Maih, J., Mazelis, M., Motto, R. and Ristinieni, A. (2021).

5 Caraballo, M. and Eftimiadis, T. (2012).

ciljnu inflaciju.⁶ Postoji malo istraživanja o tumačenju ECB-ovog cilja stabilnosti cena od strane preduzeća. Izuzetak je istraživanje italijanskih kompanija koje je sproveda centralna banka Italije, a koje je pokazalo da kompanije shvataju cilj ECB na veoma različit način. Pored ovog, u trećem kvartalu 2019. god. i četvrtom kvartalu 2020. god., u okviru ECB Ankete profesionalnih prognostičara⁷, sprovedeno je istraživanje o pogledu na cilj ECB, a rezultat je da su odgovori podrazumevali cilj stabilnosti cena ECB-a koji je ciljao raspon od 1,7-2,0%, u oba istraživanja, ali se odgovori prognostičara kreću u širokom rasponu.

U skoro dve decenije važenja revidirane strategije, došlo je do značajnog smanjenja prirodne kamatne stope, efektivnog ograničenja visine kamatne stope u mnogo perioda, globalnih šokova, novih (nekonvencionalnih) instrumenata monetarne politike, novih instrumenata na finansijskom tržištu itd., što je zahtevalo reakciju ECB u vidu definisanja nove monetarne strategije.

Posebno velike posledice je ostavio period niskih kamatnih stopa, jer je nametnuo ograničenja na monetarnu politiku, a sa druge strane otvorio prostor za nekonvencionalnu monetarnu politiku, koja uopšte nije ni bila definisana monetarnom strategijom. U uslovima povećane verovatnoće dostizanja efektivnog ograničenja na visinu kamatne stope, kao odgovor na pad realne kamatne stope za 1 procentni poen optimalno je da centralna banka poveća ciljnu inflaciju za oko 0,8 procentnih poena.⁸

3. NOVA MONETARNA STRATEGIJA ECB

Nova strategija objavljena je u julu 2021. god. Njoj je prethodilo čak dve godine pripremnog perioda i aktivnosti koje su prezentovane javnosti.

Ključna promena u novoj strategiji ECB je novi način definisanja cilja. Naime, ECB se obavezala na cilj od 2%, ali sa simetričnim odstupanjima i ispod i iznad centralnog pariteta, što je značajna razlika u odnosu na prethodni asimetrični cilj.⁹ Novi cilj je svakako jednostavniji za komunikaciju sa javnošću, što se prepliva i na adekvatno usidranje inflacionih očekivanja. Ipak, i ova nova strategija nije definisala koliko tačno iznosi dozvoljeno odstupanje.

Treba istaći da vrednost cilja od 2% nije slučajna. To je svojevrsan zaštitni nivo, koji osigurava smanjenu mogućnost deflacije. Imajući u vidu mogućnost grešaka u merenju inflacije, kao i divergencija u stopi inflacije među državama članicama Evrozone, jasno je da se za navedenu vrednost cilja ECB opredelila iz razloga opreznosti.

Uprkos simetriji, nova strategija opravdava asimetriju u izuzetnim okolnostima (blizu efektivnog donjeg ograničenja visine kamatne stope).¹⁰ Tada se može tolerisati odstupanje inflacije od cilja navise, kao posledica „izuzetno jake i perzistentne monetarne politike“.

6 Bottone, M., Tagliabracci, A. and Zevi, G. (2022).

7 ECB's Survey of Professional Forecasters (SPF).

8 Andrade, P., Galí, J., Le Bihan, H., and Matheron, J. (2021).

9 ECB (2021), An overview of the ECB's monetary policy strategy. Report, ECB.

10 Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., Messori, M. (2023).

ECB je ovom monetarnom strategijom uvela još neke značajne promene. Te promene posledica su okolnosti kojima je bila imanentna prethodna monetarna strategija.

ECB je u svoju monetarnu strategiju zvanično unela određene instrumente monetarne politike, koji su do tada smatrani nekonvencionalnim instrumentima, a koji su se već primenjivali u prethodnoj deceniji. Ipak njihova primena bila je u sivoj zoni, budući da oni nisu formalno bili definisani u strategiji ECB koja je bila važeća u tom trenutku. Donošenjem nove strategije otvorila se mogućnost da i oni budu uključeni u dijapazon instrumenata monetarne politike. Reč je o nekonvencionalnim instrumentima poput kvantitativnih olakšica (engl. *quantitative easing*) i signaliziranja politike, tj. smernica o kamatnim stopama (engl. *forward guidance*). Njihova važnost posebno dolazi do izražaja u neposrednoj blizini efektivnog ograničenja visine kamatne stope, koje je malo niže od negativne vrednosti očekivane inflacije. U toj situaciji, efektuirala se ograničenje koje onemogućava dalju konvencionalnu politiku, pa centralnoj banci na raspolaganju ostaju drugi instrumenti nekonvencionanog tipa.

Jedna od najznačajnijih promena, slobodno se može nazvati i radikalnim zaokretom, odnosi se na prepoznavanje fiskalne politike kao značajnog generatora inflacije što može uticati na mogućnost centralne banke da stabilizuje nivo cena. Konačno se ovom strategijom posebna pažnja pridaje koordinaciji monetarne i fiskalne politike. U prošlosti se smatralo da jaka nezavisna monetarna politika ima dovoljan kapacitet da samostalno očuva stabilnost cena. Ipak, teorijski i empirijski doprinosi ukazali su na mogućnost preliivanja sa fiskalne politike na monetarnu politiku, te se ova promena može smatrati velikim napretkom od strane ECB.¹¹

Osnova merenja inflacije je Harmonizovani indeks potrošačkih cena (engl. *harmonised index of consumer prices, HICP*). Ovaj indeks će biti promenjen u narednim godinama i to u četiri faze. Ključna promena u metodološkom smislu, a koja se tiče ovog indeksa, odnosi na uključivanje troškova stanovanja (engl. *Owner-Occupied Housing*) u sam indeks, što će imati direktnu posledicu na rast inflacije.

Nova monetarna strategija ECB po prvi put je fokusirana na klimatske promene. Naime, prepoznata je mogućnost i identifikovani su transmisioni kanali putem kojih klimatske promene mogu da utiču na vođenje monetarne politike. To će biti fokus ECB u budućnosti.

Nova monetarna strategija uvela je integrisanu analizu šokova. Naime, ranija strategija svaki šok procenjivala je iz ugla ekonomske i monetarne analize. Budući da su ovi aspekti isprepletani, ECB se sada odlučila na integrisani pristup.

Kao i stara strategija, nova monetarna strategija ECB posebnu pažnju pridaje značaju inflacionih očekivanja. Imajući u vidu teorijske doprinose pre svega novokeynzijskih modela, koji pretpostavljaju snažan efekat inflacionih očekivanja na sadašnju inflaciju, stabilizacija inflacionih očekivanja je ključni zadatak centralne banke. U tom kontekstu, neophodno je da centralna banka nađe način da na njih utiče i da ih usmerava ka targetiranoj vrednosti inflacije. Ipak, snaga „volana” u rukama ECB kojim usmerava inflaciona očekivanja zavisi od reputacije i kredibiliteta.

¹¹ Fabris, N., Jandrić, M. i Ješić, M. (2023).

Konačno, treba istaći da se ECB opredelila da u budućnosti po potrebi češće revidira strategiju, imajući u vidu izmenjene okolnosti. Te okolnosti odnose se na brojne šokove, izmenjenu finansijsku strukturu Evrozone, uvođenje digitalnog evra itd. Sledeća procena (ne nužno i revizija) očekuje se 2025. god.

4. MAKROEKONOMSKE TENDENCIJE U EVROZONI I ODGOVOR ECB

Monetarna strategija ECB predstavlja okvir za vođenje monetarne politike Evrozone. Ona daje opšte smernice po kojima monetarna politika može da se vodi u zavisnosti od šokova koji pogađaju privredu Evrozone kao celine. Iz tog razloga, neophodno je videti i kakve su bile tendencije u privredi Evrozone neposredno pre usvajanja nove monetarne strategije, ali i nakon njenog usvajanja.

U narednoj tabeli dat je pregled ključnih makroekonomskih pokazatelja za Evrozonu kao celinu. Celina Evrozone posmatrana je na sledeći način: EA11-1999, EA12-2001, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2009, EA17-2011, EA18-2014, EA19-2015, EA20-2023. Budući da je izabrani period posmatranja od 2020. god., pokazatelji koji će biti predstavljeni obuhvataju 19 članica Evrozone do 2023., a nakon toga 20, uključujući i Hrvatsku. Kako se iz tabele može zaključiti, najveći šok desio se u periodu pre donošenja nove monetarne strategije, a bio je uzrokovan pandemijom.

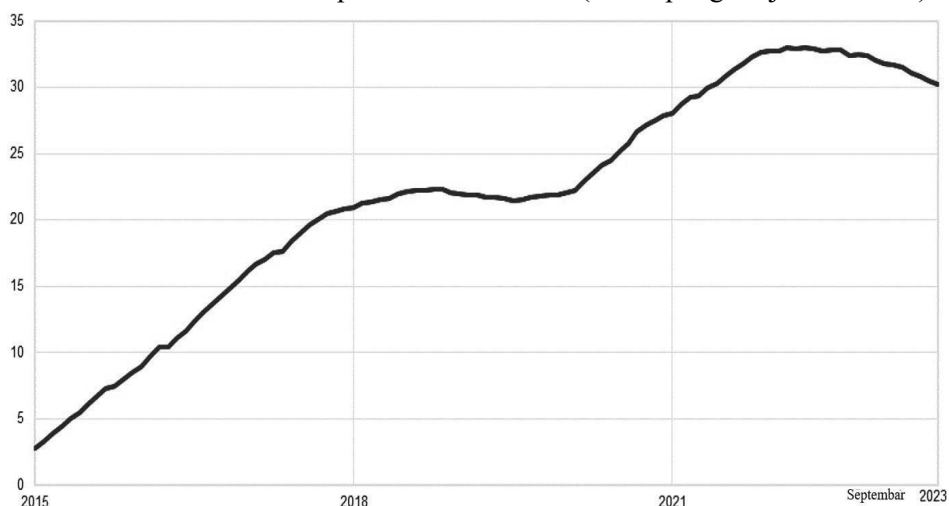
Tabela 1. Osnovni makroekonomski pokazatelji Evrozone

	BDP	Javni dug	Nezaposlenost
2020-Q1	-2,7	86,2	7,6
2020-Q2	-14,2	94,7	7,5
2020-Q3	-3,8	96,8	8,6
2020-Q4	-3,5	97,2	8,2
2021-Q1	-0,2	99,5	8,5
2021-Q2	15,1	97,6	7,9
2021-Q3	4,6	96,8	7,4
2021-Q4	5,1	94,7	7,1
2022-Q1	5,6	94,5	7,1
2022-Q2	4,2	93,5	6,6
2022-Q3	2,4	92,2	6,7
2022-Q4	1,5	90,9	6,7
2023-Q1	1,5	90,7	6,8
2023-Q2	0,3	90,3	6,3
2023-Q3	-0,3		6,5

Izvor: EUROSTAT

Kada je reč o monetarnoj politici, potrebno je vratiti se na period posle finansijske krize, budući da su tada nastale ključne promene u domenu monetarne politike ECB. Iako su začeci nekonvencionalne politike kvantitativnih olakšica primenjeni od strane ECB već od finansijske krize, ključna novina bila je od 2014. godine, kada je ECB uvela Program kupovine aktive (engl. *Asset purchase programmes, APP*). Od tada, ECB je mesečno neto kupila HOV u vrednosti: 60 milijardi EUR (mart 2015 – mart 2016), 80 milijardi EUR (april 2016 – mart 2017), 60 milijardi EUR (april 2017 – decembar 2017), 30 milijardi EUR (januar 2018 – septembar 2018), 15 milijardi EUR (oktobar 2018 – decembar 2018), 20 milijardi EUR (novembar 2019 – mart 2022), 40 milijardi EUR (april 2022), 30 milijardi EUR (maj 2022), 20 milijardi EUR (jun 2022), nakon čega je neto kupovina završena. Nakon toga, ECB je kao odgovor na pandemiju sprovela i kupovinu obveznica u posebnom programu (engl. *Pandemic emergency purchase programme, 2020*). Kupovina obveznica bila je toliko značajna, da je krajem 2022. god. to je činilo oko 60% BDP Evrozone, a na narednom grafikonu se vidi koliko je to od ukupnog univerzuma obveznica.

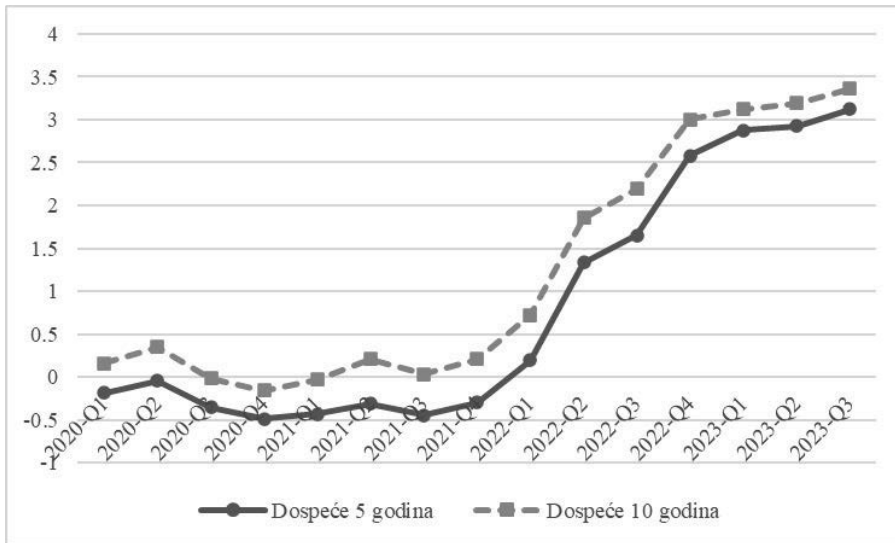
Grafikon 1. Obveznice u posedu Evrosistema (% ukupnog broja obveznica)



Izvor: Lane, P.R. (2023), <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231109~fd9153a89f.en.html>

Sušтина kvantitativnih olakšica bilo je zaravnjenje krive prinosa. Na sledećem grafikonu može se videti da kriva prinosa postepeno dobija uzlazni nagib u poslednje vreme, kako zbog rasta kamatnih stopa, tako i kvantitativnog zatezanja (engl. *quantitative tightening*). U decembru 2022. ECB najavila da će APP portfolio da se smanjuje po očekivanoj stopi od 15 milijardi EUR prosečno mesečno, od marta 2023., do kraja juna 2023., a nakon toga po 25 milijardi mesečno. Limitirano je dalje reinvestiranje. Ovakvom politikom vraća se dragocen prostor za efektuiranje klasične monetarne politike (kanal kamatnih stopa), ali i obuzdavanje visoke inflacije. Protivnici koncepta kvantitativnih olakšica tvrde i da kvantitativno zatezanje umanjuje negativne posledice na tržištu kapitala.

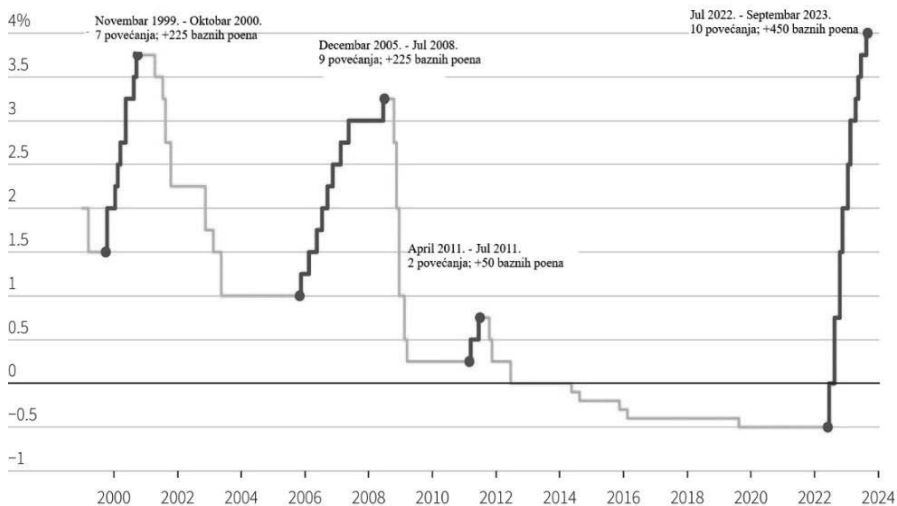
Grafikon 2. Kriva prinosa obveznica centralnog nivoa vlasti članica Evrozone



Izvor: EUROSTAT

U julu 2022. ECB je počela da podiže kamatne stope, što se vidi i na sledećem grafikonu. Ovo je i najveće kontinuirano povećanje kamatnih stopa u istoriji ECB.

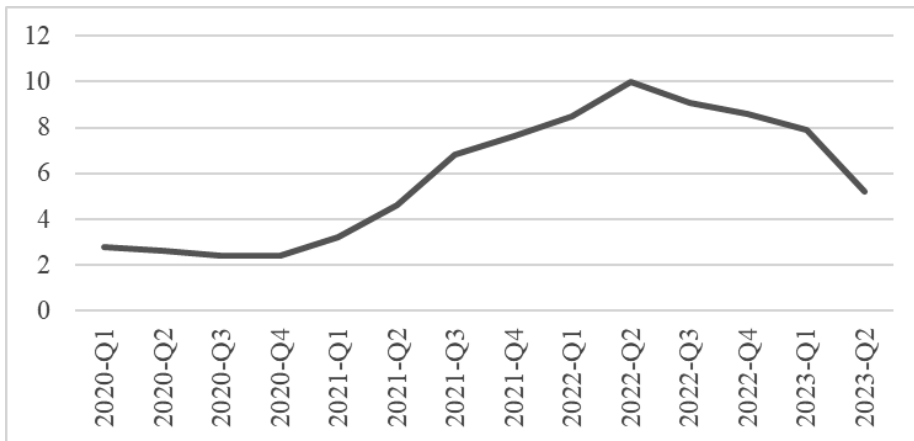
Grafikon 3. Kretanje ključne kamatne stope ECB



Izvor: LSEG datastream/Reuters, <https://www.reuters.com/markets/europe/ten-no-more-five-questions-ecb-2023-10-23/>

Kao što je već rečeno u prethodnom delu rada, u budućnosti će HICP indeks uključiti troškove stanovanja. Iz tog razloga je korisno na narednom grafikonu sagledati njihovo kretanje u prethodnom periodu.

Grafikon 4. Godišnja stopa promene troškova stanovanja



Izvor: EUROSTAT

Konačno, za kretanje inflacije u Evrozoni karakterističan je vrhunac u oktobru 2022. god. Inflaciona kretanja poslednjih godina uzrokovana su kombinacijom faktora sa strane tražnje i ponude. Značajan doprinos inflaciji dala je energetska kriza. Međutim, kombinacijom restriktivnih mera monetarne politike, inflacija se približava ciljnoj vrednosti, što se može videti na sledećem grafikonu.

Grafikon 5. Inflacija u Evrozoni merena HICP indeksom



Izvor: EUROSTAT

Ne treba zaboraviti da je reč o inflaciji na nivou Evrozone kao celine. Ipak, ponderi država u HICP indeksu nisu isti, naprotiv skoro 3/4 ukupnog indeksa doprinos je četiri države: Nemačke, Francuske, Italije i Španije, što je dato u sledećoj tabeli. To ima konsekvence da inflacija u manjim državama bude značajno različita od inflacije Evrozone kao celine. Npr. u oktobru 2023. god. inflacija u Hrvatskoj i Sloveniji značajno premašuje inflaciju Evrozone kao celine, dok je inflacija u Holandiji negativna. To stavlja ECB pred ozbiljan zadatak da odmeri mere monetarne politike tako da pokuša da uvaži interese manjih država članica, koliko je to moguće.

Tabela 2. Ponderi država u HICP indeksu u %

	2021.	2022.	2023.
Nemačka	29,152	28,278	27,691
Francuska	20,19	20,501	19,577
Italija	16,381	16,428	16,603
Španija	10,561	11,109	10,961
Holandija	5,545	5,391	5,607
Belgija	3,825	4,072	3,984
Austrija	3,392	3,275	3,44
Portugal	2,309	2,261	2,445
Grčka	2,053	2,176	2,28
Finska	1,965	1,956	1,866
Irska	1,604	1,488	1,491
Slovačka	0,875	0,834	0,873
Hrvatska			0,772
Litvanija	0,551	0,596	0,618
Slovenija	0,408	0,424	0,46
Luksemburg	0,344	0,346	0,351
Letonija	0,276	0,289	0,338
Estonija	0,23	0,252	0,273
Kipar	0,242	0,222	0,245
Malta	0,097	0,103	0,124

Izvor: EUROSTAT

5. ZAKLJUČAK

Jedan od zadataka ECB je formulacija strategije monetarne politike. Ključni cilj je ostvariti cenovnu stabilnost u Evrozoni. Međutim, definicija cenovne stabilnosti nije jednoznačna.

Inicijalna monetarna strategija ECB je usvojena u oktobru 1998. god., a revidirana verzija monetarne strategije je počela sa implementacijom od maja 2003. god. U skoro dve decenije važenja revidirane strategije, došlo je do brojnih promenjenih okolnosti, što je iznedrilo potrebu za novom monetarnom strategijom.

Ključna promena u novoj strategiji je način formulisanja cilja. Naime, ECB se obavezala na cilj od 2%, ali sa simetričnim odstupanjima i ispod i iznad centralnog pariteta. Međutim, to nisu jedine novine. ECB je u svoju strategiju ugradila elemente poput značaja koordinacije monetarne i fiskalne politike, klimatskih promena, inflacionih očekivanja, metodologije konstrukcije HICP indeksa itd.

Glavni zaključak rada je da je novom monetarnom strategijom načinjen korak unapred, ali da je propuštena šansa da cilj bude nedvosmisleno formulisan. Kada je reč o efektivnosti nove monetarne strategije, još je rano govoriti o njoj, budući da je strategija srednjoročno orijentisana. Kratkoročna odstupanja od cilja su dozvoljena, pogotovo ako ECB na njih ne može i ne treba da utiče. Posvećenost ECB zadacima koje je formalno uvela u novoj monetarnoj strategiji biće praćena poteškoćama u uslovima šokova, ali ECB se i do sada pokazala kao dovoljno jaka da takve šokove neutrališe u srednjem roku.

LITERATURA

- Andrade, P., Galí, J., Le Bihan, H., and Matheron, J. (2021), "Should the ECB adjust its strategy in the face of a lower r^* ?" *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 132, Pp. 104207. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2021.104207>
- Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., Messori, M. (2023), "The ECB's new inflation target from a short- and long-term perspective", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 45, No. 2, Pp. 286-304. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2023.03.004>
- Bottone, M., Tagliabracchi, A. and Zevi, G. (2022), "Inflation expectations and the ECB's perceived inflation objective: Novel evidence from firm-level data". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 129 (S), Pp. 15-34. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2022.03.006>
- Caraballo, M. and Efthimiadis, T. (2012), "Is 2 % the optimal inflation rate for the Euro Area?," *International Economics and Economic Policy*, Vol. 9, No. 3, Pp. 235-243. <https://doi.org/10.1007/s10368-012-0212-9>
- Cecioni, M., Coenen, G., Gerke, R., Le Bihan, H. and Motto, R. (2021), "The ECB's Price Stability Framework: Past Experience, and Current and Future Challenges", ECB Occasional Paper Series, No. 269.
- ECB (2021), *An overview of the ECB's monetary policy strategy*. Report, ECB.
- ECB's Survey of Professional Forecasters (SPF), https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html [Pristupljeno: 10/11/23]
- European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> [Pristupljeno: 10/11/23]

- EUROSTAT, <https://ec.europa.eu/eurostat> [Pristupljeno: 10/11/23]
- Fabris, N., Jandrić, M. i Ješić, M. (2023), *Ekonomska politika*, Ekonomski fakultet Beograd.
- Greenwald, B. and Stiglitz, J. E. (1993), “Financial Market Imperfections and Business Cycles” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, Pp. 77 – 114. <https://doi.org/10.2307/2118496>
- Hartmann, P. and Smets, F. (2018), “The European Central Bank’s Monetary Policy During its First 20 Years“, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2. <https://doi.org/10.1353/eca.2018.0026>
- Lane, P.R. (2023), *Central bank liquidity: a macroeconomic perspective*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231109~fd9153a89f.en.html> [Pristupljeno: 10/11/23]
- LSEG datastream/Reuters, <https://www.reuters.com/markets/europe/ten-no-more-five-questions-ecb-2023-10-23/> [Pristupljeno: 10/11/23]
- Maih, J., Mazelis, M., Motto, R. and Ristinieni, A. (2021), “Asymmetric monetary policy rules for the euro area and the US”, *Journal of Macroeconomics*, Vo. 70: Pp. 103376. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2021.103376>
- Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, A.S. and Yiangou, J. (2019), “A Tale of Two Decades: The ECB’s Monetary Policy at 20”. ECB Working Paper, No. 2346. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3515400>