

# Monetarna politika Središnje europske banke

---

**Bosiljevac, Anamarija**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**2015**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Karlovac University of Applied Sciences / Veleučilište u Karlovcu**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:128:135829>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-11**



**VELEUČILIŠTE U KARLOVCU**  
Karlovac University of Applied Sciences

*Repository / Repozitorij:*

[Repository of Karlovac University of Applied Sciences - Institutional Repository](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

VELEUČILIŠTE U KARLOVCU  
POSLOVNI ODJEL  
SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ POSLOVNOG  
UPRAVLJANJA

Anamarija Bosiljevac  
MONETARNA POLITIKA SREDIŠNJE EUROPSKE BANKE  
ZAVRŠNI RAD

Karlovac, 2015.



Anamarija Bosiljevac

# **MONETARNA POLITIKA SREDIŠNJE EUROPSKE BANKE**

ZAVRŠNI RAD

Veleučilište u Karlovcu

Poslovni odjel

Specijalistički diplomski stručni studij Poslovno upravljanje

Kolegij: Financije i bankarstvo

Mentor: mr.sc. Željko Martišković

Matični broj: 0619412014

Karlovac, Siječanj 2015.

## ZAHVALA

Ovom prilikom zahvaljujem svim profesorima i asistentima na stečenom znanju, a posebno svom mentoru mr.sc.Željku Martiškoviću čiji su znanje, iskustvo i savjeti veliki doprinos ovom završnom radu.

Najtoplije se zahvaljujem svojoj obitelji, prije svega suprugu Mariu na iskazanoj potpori i pomoći tijekom studiranja.

I naravno, kolegicama i kolegama bez kojih studiranje ne bi bilo isto.

Anamarija Bosiljevac

## SAŽETAK

U ovom završnom radu ECB je predstavljena kao glavni nositelj monetarne politike Eurozone. Monetarnu politiku Eurozone donosi i provodi Eurosustav. Njegov je glavni cilj osigurati stabilnost cijena, tj. osigurati stopu inflacije blizu 2% u srednjem roku. Eurosustav provodi devizne poslove i upravlja deviznim rezervama država Eurozone i podupire nesmetano odvijanje platnog prometa. Eurosustav, kojeg čine ECB i nacionalne središnje banke Eurozone, vode nadležna tijela. ECB je u potpunosti autonomna i neovisna institucija. Nacionalne središnje banke pozvane su da provode svoje monetarne politike u skladu s odlukama ECB-a.

Kako bi ECB postigla svoj primarni cilj, morala je oblikovati strategiju monetarne politike. Za postizanje tog cilja ECB koristi različite instrumente podijeljene u tri skupine: operacije na otvorenom tržištu, stalne mogućnosti posuđivanja/deponiranja te obvezne rezerve.

Ključne riječi: ECB, monetarna politika, strategija, ciljevi, instrumenti

## **ABSTRACT**

This thesis presents the ECB as the main carrier of monetary policy in the Eurozone. Eurozone monetary policy is defined and implemented by the Eurosystem. Its main aim is to retain price stability and to ensure an inflation rate close to 2% over the medium term. The Eurosystem carries out foreign currency operations and manages the foreign reserves of the euro area and supports the smooth functionality of the pay system. The Eurosystem is consisted of the ECB and the national central banks of the euro area countries. This is led by the representative body at ECB. The ECB is completely autonomous and independent in its work. National central banks have to carry out monetary policy in accordance with the decisions made by ECB.

ECB had to form the strategy for money policy in order to achieve the primary goal. The strategy of monetary policy is general approach to perform this monetary policy. ECB uses different instruments that are divided into three groups: open market operations, standing facilities and minimum reserves.

Key words: ECB, monetary policy, strategy, aims, instruments

# SADRŽAJ

strana

SAŽETAK

SUMMARY

1.UVOD.....	1
1.1.Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka.....	1
1.3. Struktura završnog rada.....	1
2.EUROPSKA MONETARNA UNIJA.....	3
2.1. Nastanak EMU i eura.....	3
2.2. Značaj i karakteristike EMU.....	6
3.CENTRALNO BANKARSTVO U EMU.....	8
3.1. ECB, ESCB i Eurosustav.....	12
3.2. Osnovne zadaće Eurosustava.....	13
3.3. Ustroj ECB.....	14
3.4. Uloga ECB u Eurosustavu.....	16
3.5. Neovisnost, odgovornost i transparentnost ECB.....	18
4. MONETARNA POLITIKA ECB.....	19
4.1. Strategija monetarne politike ECB.....	19
4.2. Instrumenti monetarne politike ECB.....	21



4.2.1. Operacije na otvorenom tržištu.....	22
4.2.2. Raspoložive mogućnosti posuđivanja/deponiranja.....	26
4.2.3. Obvezne rezerve.....	27
4.3. Monetarni agregati.....	32
4.4. Alternativne strategije monetarne politike ECB.....	38
4.5. Alati analize monetarne politike.....	39
4.4.1. Ekonomska analiza.....	40
4.4.2. Monetarna analiza.....	41
4.4.3. Unakrsna provjera „Two pillars“.....	41
4.6. Statistika ECB.....	42
4.7. Monetarna politika u razdobljima krize.....	45
5. MEĐUNARODNI ZNAČAJ EURA I STABILNOST CIJENA.....	50
6. ZAKLJUČAK.....	55
LITERATURA.....	57
POPIS GRAFIKONA.....	59
POPIS PRIKAZA.....	60
POPIS TABLICA.....	60
OBJAŠNJENJE KRATICA.....	61

# **1.UVOD**

## **1.1. Predmet i cilj rada**

Predmet ovog završnog rada je analizirati i prikazati monetarnu politiku Europske središnje banke. U radu će biti predstavljeni uloga, značaj i zadaci ECB, a nakon toga strategija monetarne politike. Za postizanje zadanih ciljeva ECB koristi razne instrumente kao što su operacije na otvorenom tržištu, stalne mogućnosti posuđivanja te obvezne rezerve koji će u nastavku biti detaljnije razrađeni.

Cilj ovog rada je usmjeren na istraživanje strategije koju koristi ECB u ostvarivanju svojih ciljeva, odnosno na instrumente i postupke kojima provodi monetarnu politiku unutar Eurosustava. Na taj način moguće je lakše uvidjeti i razumjeti način na koji funkcionira jedna od najvažnijih institucija monetarne integracije, Središnja europska banka.

## **1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka**

U pisanju rada korišteni su isključivo sekundarni podaci iz stručne literature s područja financija i bankarstva te europskih integracija. Kao izvrstan izvor ažurnih i konkretnih podataka poslužile su službene Internet stranice Središnje europske banke, Hrvatske narodne banke te Eurostat. U velikom dijelu rada korištena je deskriptivna metoda te metoda sinteze i analize kako bi se iz mnoštva prikupljenih podataka izdvojili oni koji najbolje predočuju ulogu ECB u funkcioniranju monetarnog sustava Europske unije.

## **1.3. Struktura završnog rada**

Završni rad podijeljen je u šest većih cjelina. Prva cjelina je uvod u kojem su navedeni predmet i cilj samog rada te izvori i metode prikupljanja podataka potrebnih za predstavljanje uloge ECB. Druga i treća cjelina analiziraju put prema stvaranju

monetarne integracije u Europi te opisuju neke od najvažnijih udruženja na području Europske unije kao što su Europski sustav središnjih banaka i Eurozona. Četvrta cjelina bazira se na samoj monetarnoj politici i strategiji te instrumentima i načinima na kojima funkcionira ECB. Peta cjelina opisuje osnovni monetarni cilj ECB, a to je stabilnost cijena i značaj eura kao jedinstvene valute Eurozone. Rad završava zaključkom gdje su ujedno sumirani svi važni elementi razrađene teme.

## 2. EUROPSKA MONETARNA UNIJA

Središnje bankarstvo u Europi, ali i drugim dijelovima svijeta generalno se svodi na kreiranje i upravljanje zakonom prihvaćenom valutom plaćanja. Suvremeni stil života daje na važnosti i središnjim bankama, čija uloga raste kroz vođenje monetarne politike kao važnog dijela nacionalne gospodarske politike.

Upravo u svrhu kvalitetnijeg vođenja monetarne politike osnovana je i Europska monetarna unija, jedinstveni monetarni režim sa zajedničkom valutom za većinu zemalja Europe. Kreiranje monetarne politike na razini Europske zajednice uvjetovalo je znatne promjene u središnjem europskom bankarstvu. To je prije svega osnivanje Središnje europske banke te integracija nacionalnih središnjih banaka u Središnji europski bankarski sustav.

### 2.1. Nastanak EMU i eura

Sam početak stvaranja Europske monetarne unije seže u drugu polovicu 20.st. kada na snagu stupaju Rimski ugovori, točnije 1. siječnja 1958.g. Realizacija EMU smatra se jednim od najvećih postignuća europske integracije. Druga polazna točka mogla bi biti 1989.g., kada je Europsko vijeće odlučilo pokrenuti realizaciju EMU do kraja stoljeća. Međutim, bilo bi povijesno netočno odbaciti prve korake prema Europskoj monetarnoj integraciji, koja je započela sredinom 60-ih godina 20.st. Rani pokušaji monetarne integracije su obilježeni različitim stupnjevima uspjeha i napretka koji se izmjenjuju s povremenim zastoјima. Ipak, postignućima iz toga razdoblja, kao i neke od naučenih lekcija, bili su neizostavni u oblikovanju procesa monetarne integracije koji je završio 90-ih godina 20.st. Uzevši sve to u obzir, najprikladnija polazna točka bi stoga bila 1962. godina kada je Europska komisija donijela dokument poznat kao „*Marjolin Memorandum*“. Ovim memorandumom je po prvi puta pokrenuta

rasprava o monetarnoj integraciji na razini Zajednice kojom se traži donošenje mjera na području monetarne suradnje.<sup>1</sup>

Potpisnici Rimskih ugovora nisu kao primarni cilj imali stvaranje zajedničke valute, već je cilj Europske ekonomske zajednice bio ograničen na ostvarivanje carinske unije i zajednička tržišta poljoprivrednih dobara. Štoviše, u to vrijeme, sve su članice EEZ-a razmjerno dobro funkcionirale unutar međunarodnog monetarnog sustava (Bretton Woods sustava). Unutar tog sustava, tečajevi su fiksni, ali prilagodljivi i kao takvi ostaju stabilni do sredine 1960-ih, i to u okviru EEZ-a i na globalnoj razini.

Godine 1964. osnovan je Odbor guvernera središnjih banaka država članica EEZ-a. U početku, Odbor guvernera imao je vrlo ograničen krug djelovanja, ali s vremenom dobiva sve veću važnost i postaje fokus monetarne suradnje među središnjim bankama Zajednice. U tom svojstvu, Odbor uspijeva razviti okvir za monetarnu suradnju koji je kasnije ustanovljen na razini Zajednice. Rad Odbora je tako imao ključnu ulogu u završnim fazama stvaranja EMU.

Do kraja 1960-ih, međunarodno okruženje se značajno promijenilo. Bretton Woods sustav pokazuje znakove pritiska uslijed promjene platne politike SAD-a. Države članice EEZ-a sve se više razlikuju po prioritetima gospodarske politike. Povećanje cijena i troškova doveli su do nestabilnosti tečaja i deficita u platnoj bilanci, što nadalje prijeti, dotada stabilnoj, carinskoj uniji i zajedničkom tržištu poljoprivrednih dobara.

Godine 1969. Europska komisija donosi plan (*Barre plan*) za izradu jedinstvenog monetarnog identiteta u Zajednici. Na temelju tog plana, šefovi država ili vlada, na sastanku u Den Haagu, pozvali su Vijeće ministara na izradu plana za ostvarivanje ekonomske i monetarne unije. Plan je razradila skupina stručnjaka, kojom je predsjedao Pierre Werner, premijer Luksemburga. Kao ishod donesen je „*Werner Report*“, izvješće objavljeno 1970.g., kojim se predlaže stvaranje gospodarske i monetarne unije u nekoliko faza do 1980.g.

---

<sup>1</sup> The European central bank, History, role and functions, European central bank, Frankfurt am Main, 2006. str.,15-17.

Odlukom Europskog vijeća 1979.g. osnovan je Europski monetarni sustav, a njegovi operativni postupci uključeni su u Sporazum između središnjih banaka članica EMS. EMS je dokazao da ima ključnu ulogu u podupiranju europske monetarne integracije. Izgrađen je na fiksnoj, ali podesivoj središnjoj valutnoj stopi između zemalja članica Zajednice, a kao nova značajka bila je uvođenje europske valutne jedinice.

Međutim, EMS nije bio samo mehanizam tečaja. U skladu sa svojim ciljem uloga mu je bila promicati unutarnju i vanjsku monetarnu stabilnost. EMS također pokriva prilagodbu monetarne i ekonomske politike kao alata za postizanje stabilnosti tečaja. Sudionici sustava imali su mogućnost stvoriti zonu u kojoj bi se monetarna stabilnost povećala, a nadzor kapitala postepeno smanjivao.<sup>2</sup>

Ograničenje tečaja uvelike je pomoglo u provođenju monetarne politike zemljama s relativno visokim stopama inflacije. Na taj način postiglo se smirivanje inflacije i postigao visoki stupanj stabilnosti tečaja, a time ublažio porast troškova što vodi do poboljšanja ukupnih ekonomskih učinaka. Iako je EMS postao žarište procesa stvaranja usklađene monetarne politike, njegov uspjeh u ostvarenju veće ujedinenosti ekonomskih politika bio je prilično ograničen. Nedostatak koordiniranosti u fiskalnoj politici također je postao izvor napetosti, jer su neke zemlje kontinuirano imale veliki proračunski deficit (što dovodi do nekoliko tečajnih kriza početkom 1990.-ih godina).

Daljnji poticaj za stvaranje ekonomske i monetarne unije dalo je usvajanje jedinstvenog Europskog akta (SEA), koji je potpisan u veljači 1986.g., a stupio je na snagu 1. srpnja 1987.g. Glavna svrha ovog Zakona je uvođenje jedinstvenog tržišta kao daljnjeg cilja Zajednice i provođenje potrebnih promjena za njegov dovršetak te stvaranje preduvjeta za postizanje ekonomske i monetarne unije.

Postojao je sve veći konsenzus između kreatora politike vezan za tržište bez unutarnjih granica koji bi povezo nacionalne ekonomije i povećao stupanj ekonomske integracije unutar Zajednice. Takva je situacija smanjila manevarski prostor i obvezala zemlje sudionice da pristupe ujedinenju ekonomskih politika.

---

<sup>2</sup> Radošević, D.,:Kapitalni tokovi i Europska monetarna unija, Jasenski i Turk, Zagreb, 2012.,str.97-100.

Ukoliko se usklađenost politika ne bi ostvarila, slobodno kretanje kapitala i integrirana financijska tržišta stavili bi pretjeran teret na monetarnu politiku. Proces integracije tada bi zahtijevao intenzivniju i učinkovitiju koordinaciju ekonomskih politika, za što postojeći institucionalni okvir nije bilo spreman. Osim toga, ne očekuje se da će jedinstveno tržište biti u mogućnosti iskoristiti svoj puni potencijal bez jedinstvene valute. Jedinstvena valuta bi osigurala veću cjenovnu transparentnost za potrošače i ulagače, eliminirala tečajne rizike, smanjila troškove transakcija i, kao rezultat, značajno povećala ekonomsko blagostanje u uniji.

Uzevši sve te okolnosti u obzir, tada 12 zemalja članica Europske ekonomske zajednice odlučilo je 1988.g. ponovno pokrenuti projekt EMU. Sam projekt proveden je u tri faze. Europsko vijeće odlučilo je u lipnju 1989.g. da bi prva faza realizacije ekonomske i monetarne unije trebala započeti 1. srpnja 1990.g. To je datum s kojim će sva ograničenja kretanja kapitala među državama članicama biti ukinuta. Uspostavom EMI (Europski monetarni institut) 1. siječnja 1994.g. označen je početak druge faze. EMI je nastao kao prijelazna etapa za poduzimanje pripremnih radova za treću fazu nastanka EMU. EMI je imao tri glavne zadaće: jačanje suradnje središnje banke i koordinaciju monetarne politike te pripremu za uspostavu ESSB.

Treća i završna faza EMU započela je 1. siječnja 1999.g. Europska središnja banka preuzela je odgovornost za vođenje jedinstvene monetarne politike u Eurosustavu, a u skladu sa zakonskim okvirom Vijeća Europske unije, euro kao jedinstvena valuta zamjenjuje nacionalne valute članica Eurosustava.<sup>3</sup>

## **2.2. Značaj i karakteristike EMU**

Europska središnja banka kao pravna tvorevina ugrađena je u sve pravne i institucionalne okvire Europske unije. Ono što razlikuje euro i ECB od nacionalnih

---

<sup>3</sup> The European central bank, History, role and functions, European central bank, Frankfurt am Main, 2006.str. 20.

valuta i nacionalnih središnjih banaka je njihov visoki status unutar zajednice suverenih država. Za razliku od npr. Središnje američke banke (US Federal Reserve System) koja je monetarna vlast svojih nacionalnih država, ECB je središnje tijelo koje provodi monetarnu politiku ekonomskog područja koje se sastojalo od dvanaest autonomnih država. Druga specifična značajka je činjenica da Eurosustav ne obuhvaća sve zemlje članice Europske unije.

Prema Ugovoru o Europskoj uniji, Europska unija nije država. Ona počiva na temeljima Europske ekonomske zajednice te politikama i oblicima suradnje uspostavljenima u samom Ugovoru. Temelji EMU su sadržani u Ugovoru o EZ, čime se širi nadležnost Europske ekonomske zajednice. Ugovor o EU čini kratak osvrt na EMU kao jedan od ciljeva Unije. EMU je regulirana zakonom Zajednice, a ne međuvladinim zakonom. Ovaj pristup je izgrađen kako bi se i dalje mogao razvijati postojeći institucionalni okvir (izbjegavanje osnivanja zasebne institucije) i uvelike olakšala uspostava ECB kao organizacije koja je neovisna o državama članicama i tijelima Zajednice.<sup>4</sup>

Monetarna i tečajna politika su denacionalizirane i centralizirane na razini Zajednice. Odgovornost za ekonomsku politiku ostaje na državama članicama, iako se nacionalne ekonomske politike moraju provoditi u okviru Zajednice i u suradnji na području makroekonomske politike. ECB-u, kao srži ESSB-a i Eurosustava, dodijeljena je isključiva odgovornost za jedinstvenu monetarnu politiku u Eurosustavu.

Jedinstvena valuta zahtijeva jedinstvenu monetarnu politiku sa centraliziranim odlučivanjem. Budući da se trebaju poduzeti odluke o monetarnoj politici na dnevnoj osnovi, okvir za donošenje mora biti trajan i institucionaliziran u pravnoj osobi koja je odgovorna za njegovu aktivnosti.

---

<sup>4</sup> Op.cit., str.28.



### 3. CENTRALNO BANKARSTVO U EMU

Nakon što su uvele euro kao jedinstvenu valutu, države članice EU, koje su dio Eurozone, napustile su svoju monetarnu suverenost. ECB, kao jezgra novoosnovanog središnjeg bankarskog sustava koji se zove Europski sustav središnjih banaka (ESCB), preuzela je odgovornost za monetarnu politiku u Eurosustavu.

Monetarna politika predstavlja skup pravila, propisa, mjera i instrumenata kojima se regulira količina, struktura i dinamika novčane mase, kao i optjecaj novca na razini nacionalnih, odnosno državnih ekonomija. Osnovna je zadaća monetarne politike praćenje i uvažavanje promjena u optjecaju novca kao i usmjeravanje i korigiranje istih kroz utjecaj na transmisijski mehanizam.<sup>5</sup> Monetarna politika počiva na četiri temeljne sastavnice, emisijskoj, kreditnoj, deviznoj i tečajnoj politici. Monetarna politika svojim mjerama i instrumentima stvara snažan utjecaj i na fiskalnu /poreznu/ politiku, ali i na makroekonomsku politiku općenito. Taj odnos je dvosmjernan jer su donositelj i provoditelj monetarne politike, odnosno monetarne vlasti, središnje banke dotične države.

**Hrvatska narodna banka** je središnja banka Republike Hrvatske koja podupire ekonomsku politiku, utvrđuje i provodi monetarnu i deviznu politiku ne dovodeći u pitanje svoj osnovni cilj. Jedna od značajnijih centralnih banaka svijeta je i američki Fed, a svoju ulogu imaju i centralna banka Engleske, Francuske i Švicarske.

Radi ostvarivanja utvrđene monetarne i devizne politike, HNB može odrediti mjere i instrumente koji su joj potrebni za reguliranje kreditne aktivnosti i likvidnosti banaka i za reguliranje količine novca u optjecaju te donositi mjere u svezi s kamatnim stopama i tečajem domaće valute.

---

<sup>5</sup> Perišin, I., Šokman, A., : Monetarno – kreditna politika, Informator, Zagreb 1992., str.9.

Pregled instrumenata i mjera monetarne politike HNB-a:<sup>6</sup>

### **1. Operacije na otvorenom tržištu**

Operacije na otvorenom tržištu instrument su kojim središnje banke reguliraju količinu novca u optjecaju. Operacijama na "otvorenom" tržištu HNB kupuje i prodaje državne vrijednosne papire.

Kupovinom vrijednosnih papira povećava se količina novca u optjecaju, a prodajom vrijednosnih papira povlači se novac iz optjecaja. Ovakvim utjecajem na rezerve banaka, središnja banka postiže multiplikativne efekte na kreditnu aktivnost banaka, a time utječe i na opću gospodarsku aktivnost dotične zemlje.

### **2. Stalno raspoložive mogućnosti**

Ovi instrumenti služe za stabiliziranje neočekivanih promjena u likvidnosti banaka. Ne predstavljaju trajno rješenje manjka ili viška likvidnosti i zbog toga imaju prekonoćno dospijeće (dospijeće je sljedeći radni dan). Instrumenti koji pripadaju grupi stalno raspoloživih mogućnosti su novčani depozit, lombardni kredit i unutarnevni kredit.

### **3. Obvezna pričuva**

Obvezna pričuva glavni je instrument zamrzavanja viška likvidnosti u bankovnom sustavu. Obvezu izdvajanja obvezne pričuve imaju banke, štedne banke i podružnice stranih banaka, a trenutna stopa obvezne pričuve u HNB jest 12%.

### **4. Devizne aukcije**

Devizne aukcije osnovni su instrument tečajne politike HNB-a, kojima središnja banka kupuje odnosno prodaje devize poslovnim bankama. Cilj deviznih aukcija HNB-a jest sprečavanje prekomjerne fluktuacije tečaja u oba smjera. Prodajom deviza iz optjecaja se povlače kune, čime raste njihova vrijednost (aprecijacija tečaja). U Hrvatskoj se primjenjuje fluktuirajući tečaj koji ovisi o ponudi i potražnji deviza na deviznom tržištu. Hrvatska narodna banka ima mogućnost povremenim uključivanjem u rad tog tržišta spriječiti prevelike tečajne oscilacije i nastojati održati tečaj relativno stabilnim.

---

<sup>6</sup> Hrvatska narodna banka, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), 1.1.2015.

## **5. Blagajnički zapisi**

Blagajnički zapisi su kratkoročni utrživi vrijednosni papiri s rokom dospijeca do jedne godine. Izdaju ga državni trezori (ministarstva financija), državne agencije ili središnje banke. Blagajnički zapis dužnički je instrument za održavanje likvidnosti. Glavne karakteristike ovog instrumenta su mala stopa rizika te sigurnost i umjereni prihod.

## **6. Minimalno potrebna devizna potraživanja**

Minimalno potrebna devizna potraživanja instrument su održavanja devizne likvidnosti banaka. HNB nalaže domaćim bankama da omjer minimalno potrebnih deviznih potraživanja i deviznih obveza ne smije pasti ispod 17%. Svrha je održati sigurnu likvidnost, ali i ograničiti prekomjerno kreditno plasiranje.

## **7. Kratkoročni kredit za likvidnost**

Kratkoročni kredit za likvidnost može se koristiti za prevladavanje kratkoročne potrebe za likvidnošću (npr. za isplatu plaća, plaćanje dobavljača) i to onda kada se očekuju novčani priljevi koji su adekvatan izvor povrata kredita.

**Sustav federalnih rezervi** je središnji bankarski sustav u SAD-u. Nastao je 1913. godine, stupanjem na snagu Zakona o Federalnim rezervama. Dužnost Sustava federalnih rezervi su vođenje nacionalne monetarne politike, nadzor i regulacija bankarskih institucija, održavanje stabilnosti financijskog sustava i pružanje financijske usluge depozitnim institucijama i američkoj vladi.

Sustav federalnih rezervi ima dva elementa strukture: središnje tijelo, Odbor guvernera, smješten u Washingtonu i decentraliziranu mrežu federalnih banaka koja se nalazi u cijeloj zemlji, njih ukupno dvanaest. Monetarnu politiku kreira FOMC (Federal Open Market Committee), koji uključuje sedam članova Odbora guvernera sustava federalnih rezervi, predsjednika Federalne banke u New Yorku te četiri preostala guvernera Federalnih banaka koji su izabrani na jednogodišnji mandat.<sup>7</sup>

Fed u svojem djelovanju koristi standardne instrumente poput operacija na otvorenom tržištu, kamatne stope te obvezne rezerve, točnije, Odbor guvernera Sustava federalnih rezervi nadležan je za politiku kamatnih stopa i obvezne rezerve, a FOMC za operacije na otvorenom tržištu.

---

<sup>7</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), 1.1.2015.

Politike i operativne odluke Fed-a ne zahtijevaju odobrenje Kongresa ili predsjednika, a poslovanje Fed-a financira se iz vlastitih sredstava. Ipak, Kongres ima mogućnost mijenjati zakone koji reguliraju Fed. Fed definira dva osnovna cilja svojeg djelovanja, visoka stopa zapošljavanja i stabilne cijene, što znači nisku inflaciju. Zbog nedavne recesije, Fed koristi niz izvanrednih alata monetarne politike kako bi smanjio troškove zaduživanja za potrošače i poslovne subjekte. Jedan takav alat je kupovina dugoročnih vrijednosnih papira, uključujući i trezorske zapise u cilju postizanja nižih dugoročnih kamatnih stopa.

Iako su ECB i Sustav federalnih rezervi istovjetne institucije sa sličnim ili gotovo istim ciljevima, postoje neke temeljne razlike. Prije svega potrebno je razlučiti pojam Fed od Sustava federalnih rezervi kao što se razlikuje Europska središnja banka od Eurosustava. U Europskom sustavu središnjih banaka Nacionalne banke kontroliraju vlastiti proračun i provode monetarne operacije dok proračune banaka Sustava federalnih rezervi kontrolira Odbor guvernera. Monetarne operacije također su centralizirane u Sustavu federalnih rezervi.<sup>8</sup>

**Središnja banka Engleske** predstavljena je putem *Bank of England*. Ona predstavlja okosnicu bankarskog sustava Engleske. Središnja banka Engleske sastoji se od emisijskog i bankarskog sektora. Emisijski sektor se bavi izdavanjem novčanica, a bankarski sektor aktivnim i pasivnim bankarskim poslovima. Dominantne su komercijalne banke koje mobiliziraju depozite, odobravaju kratkoročne plasmane i obavljaju platni promet za svoje klijente. Za engleski bankarski sustav je karakteristično da se 90% plaćanja obavlja bezgotovinski, a svega 10% gotovinski.<sup>9</sup>

**Bankarski sustav Francuske** je pod jakim utjecajem države putem povremene nacionalizacije velikih komercijalnih banaka i putem državne kontrole kredita. Najznačajnije bankarske organizacije su: središnja banka Francuske, depozitne banke, poslovne banke i kreditne banke za srednjoročno i dugoročno kreditiranje.

Središnja banka Francuske osnovana je 1800. godine sa mješovitim kapitalom, da bi se ista nacionalizirala 1945. godine. Guvernera i zamjenika imenuje Vlada, a odluke

---

<sup>8</sup> Mishkin, Frederic S.: Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, osmo izdanje, Zagrebačka škola ekonomije i menadžmenta, Mate, Zagreb, 2010.g., str.323.-324.

<sup>9</sup> Gregurek, M., Vidaković, N.: Bankarsko poslovanje, RRiF, Zagreb, 2011., str.562.

Odbora guvernera postaju punovažne tek po potpisivanju istih od strane Guvernera. Guverner i članovi Odbora guvernera biraju se na period od 5-7 godina.

**Bankarski sustav Švicarske** jedan je od najrazvijenijih bankarskih sustava u svijetu. Bankarski sustav Švicarske obuhvaća: središnju banku, kantonalne banke, velike banke, lokalne banke, štedionice, privatne banke te seoske kreditne zadruge. Za razliku od središnjih banaka u drugim zemljama, središnja banka Švicarske nije državna ustanova, već mješovita privredna institucija sa većinskim vlasništvom kantona.

### **3.1. ECB, ESCB i Eurosustav**

Prema Ugovoru o EZ-i, ESCB-u je povjereno obavljanje središnjih bankarskih funkcija vezanih uz euro. Međutim, kako ESCB nema pravnu osobnost, glavnu ulogu preuzimaju ECB i nacionalne središnje banke zemalja Eurosustava. Oni ostvaruju osnovne funkcije ESCB pod nazivom "Eurosustav". ESCB se sastoji od ECB-a i nacionalnih središnjih banaka u dvadeset i sedam zemalja članica EU-a. Prema tome, termin ESCB označava institucionalni okvir koji uspostavlja vezu između ECB i nacionalnih središnjih banaka. Na taj se način osigurava centralizirano donošenje odluka, ali i zajedničko i dosljedno provođenje zadataka u skladu s raspodjelom ovlasti i ciljevima sustava.

ESCB uključuje središnje banke svih zemalja članica EU-a, pa čak i one koje nisu uvele euro. Upravo je zbog toga Vijeće ECB-a odlučilo u studenom 1998.g. usvojiti pojam "Eurosustav". Ovaj pojam se odnosi na sastav ECB-a i nacionalnih središnjih banaka država članica koje su uvele Euro i u kojem ESCB obavlja svoje osnovne zadatke.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Čalopa, M.K., Cingula, M., Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009., str. 247.

### 3.2. Osnovne zadaće Eurosustava

Prema Članku 105. Ugovora o EZ-u i Članku 3.1 Statuta ESCB Eurosustavu su dodijeljeni sljedeći osnovni zadaci:<sup>11</sup>

➤ ***Definirati i provoditi monetarnu politiku Eurozone***

Sposobnost Eurosustava da formulira i provodi monetarnu politiku osigurana je punom kontrolom nad primarnim novcem. ECB i nacionalne središnje banke jedine su institucije koje imaju pravo izdavanja novčanica i kovanica. S obzirom da bankarski sustav ovisi o primarnom novcu, Eurosustav je u stanju vršiti dominantan utjecaj na tržištu novca uvjetima i kamatnim stopa.

➤ ***Obavljanje operacija inozemne razmjene***

Operacije inozemne razmjene utječu na devizne tečajeve i uvjete domaće likvidnosti; obje su važne varijable monetarne politike. Dodjeljivanje ove zadaće Eurosustavu je očekivani postupak, jer središnje banke posjeduju potrebne operacijske objekte.

➤ ***Držati i upravljati službenim deviznim rezervama država članica Eurozone***

Jedan od glavnih razloga upravljanja međunarodnim rezervama je osiguravanje dovoljne likvidnosti ECB da bi mogla provoditi operacije inozemne razmjene. Inozemnim sredstvima ECB-a upravlja se decentralizirano od strane nacionalnih središnjih banaka koje odabiru sudjelovanje u djelatnostima upravljanja inozemnim pričuvama. Iako NSB upravljaju svojim rezervama neovisno, njihove operacije na inozemnom tržištu su iznad neke granice, podložne odobrenju od strane ECB, da bi osigurale dosljednost s deviznim tečajem i monetarnom politikom Eurosustava.

➤ ***Promicati nesmetano funkcioniranje platnog sustava***

Platni sustavi služe za prijenos novca između kreditnih i monetarnih institucija. Ovom funkcijom stavljeni su u središte ekonomske financijske infrastrukture.

---

<sup>11</sup> Središnja europska banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 26.9.2014.

Ostali srodni zadaci uključuju:

➤ ***Izdavanje novčanica eura i osiguravanje njihovog integriteta***

Zadaća je Eurosustava osigurati uspješnu opskrbu novčanicama. Osiguravanje integriteta novčanica eura postiže se istraživanjem i razvojnim aktivnostima, sprječavanjem krivotvorenja novčanica te konstantnom primjenom standarda kvalitete i vjerodostojnosti za novčanice od strane NSB-a, kreditnih institucija i ostalih profesionalnih rukovatelja novcem.

➤ ***Sakupljanje podataka i sastavljanje statističkih izvješća***

Statističke analize i zaključci veoma su bitni u provođenju monetarne strategije jer odražavaju trenutnu situaciju ekonomije na području eura. Da bi ostvarila svoje ciljeve, ECB, uz pomoć nacionalnih središnjih banaka, prikuplja veliku količinu statističkih informacija na temelju kojih donosi strateške odluke.

### **3.3. Ustroj ECB-A**

Europska središnja banka pri obavljanju svojih zadaća kooperira s Europskim sustavom središnjih banaka (ESCB) koji objedinjuje sve središnje banke EU. Zemlje članice EU-a zajedno s ECB-om čine područje eura tj. Eurozonu. Europska središnja banka zajedno s nacionalnim središnjim bankama priprema i provodi odluke donesene od strane glavnih organa u Eurosustavu - Upravljačkog vijeća, Izvršnog odbora i Općeg vijeća.<sup>12</sup>

#### **Izvršni odbor (Executive Bord)**

Izvršni odbor ECB-a predstavlja operativni organ odlučivanja ECB-a koji omogućava brzo prilagođavanje i reagiranje na promjene kapitalnih i novčanih tokova te definiranje monetarne politike u zoni eura te osobito određivanje visine kamata po

---

<sup>12</sup>Grgić, M., Bilas, V., Šimović, H., Financijska liberalizacija, monetarna i fiskalna politika Europske unije, serija članaka u nastajanju, članak br.6-14, str.12.

kojima komercijalne banke mogu pribaviti novac od središnje banke. Izvršni odbor čine predsjednik i potpredsjednik ECB-a te još četiri člana koje jednoglasno imenuju predsjednici ili premijeri država Eurozone. Glavna zadaća Izvršnog odbora je priprema sjednica Upravljačkog vijeća, implementacija monetarne politike Eurosustava u skladu sa smjernicama i odlukama Upravljačkog vijeća te upravljanje tekućim poslovima ECB-a.

### **Upravljačko vijeće (Govering Council)**

Upravljačko vijeće Europske središnje banke je glavni organ ustrojem s ciljem provođenja strateških odluka ključnih za djelovanje Eurosustava. Upravljačko vijeće odgovorno je za sve odluke osim za one koje su eksplicitno u nadležnosti Izvršnog odbora. Vezano uz ciljeve i odluke, Upravljačko vijeće je posebno odgovorno za oblikovanje monetarne politike Eurozone. U tom smislu Upravljačko vijeće kreira strategiju monetarne politike ECB i njezin operativni okvir što znači da je odgovorno za strateške odluke monetarne politike ECB.

Upravljačko vijeće je također vrhovni organ odlučivanja za cijelu administraciju ECB. Zaduženo je za donošenje poslovnika kojim se uređuje unutarnja organizacija ECB te njezini organi odlučivanja.<sup>13</sup> Uređuje i uvjete imenovanja članova Izvršnog odbora te zaposlenika ECB kao i kreiranje proračuna ECB. Sjednice Upravljačkog vijeća se u pravilu održavaju dva puta mjesečno. Na prvom sastanku uobičajena je konferencija za novinare na kojoj se javno objavljuju rezultati rasprava. Drugi sastanak je obično posvećen ostalim temama vezanim uz odgovornosti ECB i Eurosustava. Upravljačko vijeće osim odluke o daljnjim mjerama svaki mjesec donosi odluke vezane uz:

- operativne zadaće
- platni promet
- financijsku stabilnost i nadzor
- statistiku
- kreiranje novčanica i kovanica

---

<sup>13</sup> The European central bank, History, role and functions, European central bank, Frankfurt am Main, 2006.,str.156.



## Opće vijeće

Opće vijeće sastavljeno je od predsjednika i potpredsjednika ECB i guvernera nacionalnih središnjih banaka svih država članica EU, a ne samo onih koje su članice monetarne unije. Svrha Općeg vijeća je osigurati suradnju s državama članicama Europske unije koje nisu ušle u monetarnu uniju. Funkcija mu je savjetodavna, a to tijelo koordinira i buduće povećanje zone eura.

Opće vijeće sudjeluje i u:

- savjetodavnim zadaćama ECB
- prikupljanju statističkih podataka
- pripremi godišnjih izvještaja ECB
- oblikovanju pravila potrebnih za računovodstveno evidentiranje i izvještavanje i operativnim aktivnostima koje provode nacionalne središnje banke

Prema Statutu ECB, Opće vijeće postojat će dokle god postoje članice EU izvan monetarne unije.

## 3.4. Uloga ECB u Eurosustavu

Glavni cilj monetarne politike ECB je održavanje cjenovne stabilnosti kako je određeno Ugovorom o osnivanju Europske unije. Povrh ovog glavnog cilja ECB ima obvezu doprinijeti ekonomskoj politici zemalja članica koja je osmišljena na način da potiče visok stupanj zaposlenosti i održiv ekonomski razvoj te nisku stopu inflacije. Ugovor uspostavlja jasnu hijerarhiju ciljeva Eurosustava i doprinosi općoj cjenovnoj stabilnosti.<sup>14</sup>

Ugovorom se ističe sljedeće: koristi ostvarene putem cjenovne stabilnosti su znatne jer je održavanje stabilnih cijena ključan preduvjet za povećanje ekonomskog blagostanja i proizvodnog potencijala gospodarstva. Monetarna politika može utjecati na realne aktivnosti samo u kratkom roku jer u konačnom može utjecati samo na nivo cijena u gospodarstvu. U stvarnoj implementaciji odluka monetarne politike,

---

<sup>14</sup>Vujčić, B.: Euro: Europska monetarna unija i Hrvatska, Massmedia, Zagreb, 2003.g., str.26.

usmjerenih na održavanje stabilnosti cijena Eurozone, treba uzeti u obzir šire ekonomske ciljeve Zajednice. Kao nedostatak monetarne politike se ističe i to da su ciljevi ECB, neadekvatni. Ona isključivo koristi kamatne stope kako bi kontrolirala inflaciju. Postoje ekonomisti koji smatraju da je to preusko razmišljanje koje vodi neodgovarajućim kamatnim stopama kada su u pitanju šire potrebe ekonomije.

U skladu sa Sporazumom o osnivanju Europske unije (Članak 105.2), osnovni zadaci Europske centralne banke su:

- definiranje i implementacija monetarne politike u Eurosustavu,
- nadgledanje deviznih poslova,
- sakupljanje statističkih podataka o kretanju monetarnih agregata i ostalih indikatora ekonomske aktivnosti,
- držanje i upravljanje deviznim rezervama zemalja članica,
- podrška i održavanje nesmetanog funkcioniranja platnog prometa, davanje doprinosa efikasnom provođenju politike od strane nadležnih nacionalnih institucija (kontrola kreditnih institucija i stabilnost financijskog sustava).

Osim navedenih, postoje i dodatni poslovi ECB, a to su:

- izdavanje novčanica (ekskluzivno pravo izdavanja novčanica u okviru Eurosustava),
- statistika (ECB prikuplja statističke podatke u suradnji sa NCB)
- financijska stabilnost i kontrola (Eurosustav doprinosi nesmetanom provođenju odluka koje se odnose na kontrolu kreditnih institucija i stabilnost financijskog sustava. međunarodna i europska suradnja (Europska centralna banka održava relacije sa svim relevantnim ustanovama i tijelima, kako u okviru Europske unije tako i u međunarodnim okvirima).

### 3.5. Neovisnost, odgovornost i transparentnost ECB

ECB je neovisna institucija koja djeluje neovisno o političkom utjecaju. Neovisnost središnje banke je korisna za uspostavljanje cjenovne stabilnosti.

Posebno je značajno načelo neovisnosti (Članak 108. Ugovora o Europskoj uniji) koji nalaže da prilikom izvršavanja svojih funkcija, ECB i nacionalne središnje banke ne smiju biti pod utjecajem institucija ili organa EU, vlada država članica niti drugih organa. Ovo načelo dužne su poštivati institucije i organi EU te vlade država članica. Postoje i drugi uvjeti za zaštitu neovisnosti Eurosustava i organa ECB: financijski sporazumi ECB odvojeni su od sporazuma koje potpisuje EU, ECB ima vlastiti proračun i upisani i uplaćeni kapital od strane nacionalnih središnjih banaka Eurosustava i sl. Ugovorom je također predviđeno da su odluke vezene uz politiku deviznih tečaja zajednička odgovornost Ekonomskog i financijskog vijeća (The Economic and Financial Affairs Council) i ECB zbog čega su doneseni mnogobrojni akti kojima se osigurava dosljednost politike tečaja s glavnim ciljevima zajedničke monetarne politike.

ECB je odgovorna javnosti, predsjednicima država, predsjednicima vlada i Europskom parlamentu. Zbog transparentnosti svojega djelovanja ima obvezu kvartalnog izvještavanja o svojim aktivnostima, izradu tjednih i godišnjeg financijskog izvještaja. Transparentnost ECB se može definirati kao okružje u kojem ECB komunicira s javnošću i daje točne i pravovremene potrebne informacije o strategijama, odlukama te postupcima koje provodi. Sav trud koji je usmjeren na povećanje transparentnosti, namijenjen je boljem razumijevanju monetarne politike od strane javnosti što povećava vjerodostojnost i učinkovitost ECB.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> The European central bank, History, role and functions, European central bank, Frankfurt am Main, 2006. str.67.

## **4. MONETARNA POLITIKA ECB**

Od 1999.g. Europska središnja banka preuzela je odgovornost za monetarnu politiku Eurosustava, najveće ekonomske zone nakon SAD-a. Temelj za izradu monetarne politike izgrađen je na iskustvu mnogih središnjih banaka kroz nekoliko desetljeća. Institucionalni okvir temelji se na dva osnovna načela. Prema prvom načelu napori monetarne politike moraju biti jasno i nedvosmisleno usmjereni na održavanje stabilnosti cijena. Drugo načelo nalaže da središnja banka mora biti neovisna.

Od svog osnutka ECB je usvojila jasnu monetarnu politiku koja je bila efektivna kako u turbulentnim razdobljima tako i tijekom ekonomske stabilnosti. ECB je u sklopu svog primarnog cilja, održavanja stabilnosti cijena, definirala kako inflacija koja prelazi 2% nije pogodna za stvaranje cjenovne stabilnosti. Isti problem stvaraju i pretjerano niska inflacija, a naročito deflacija.

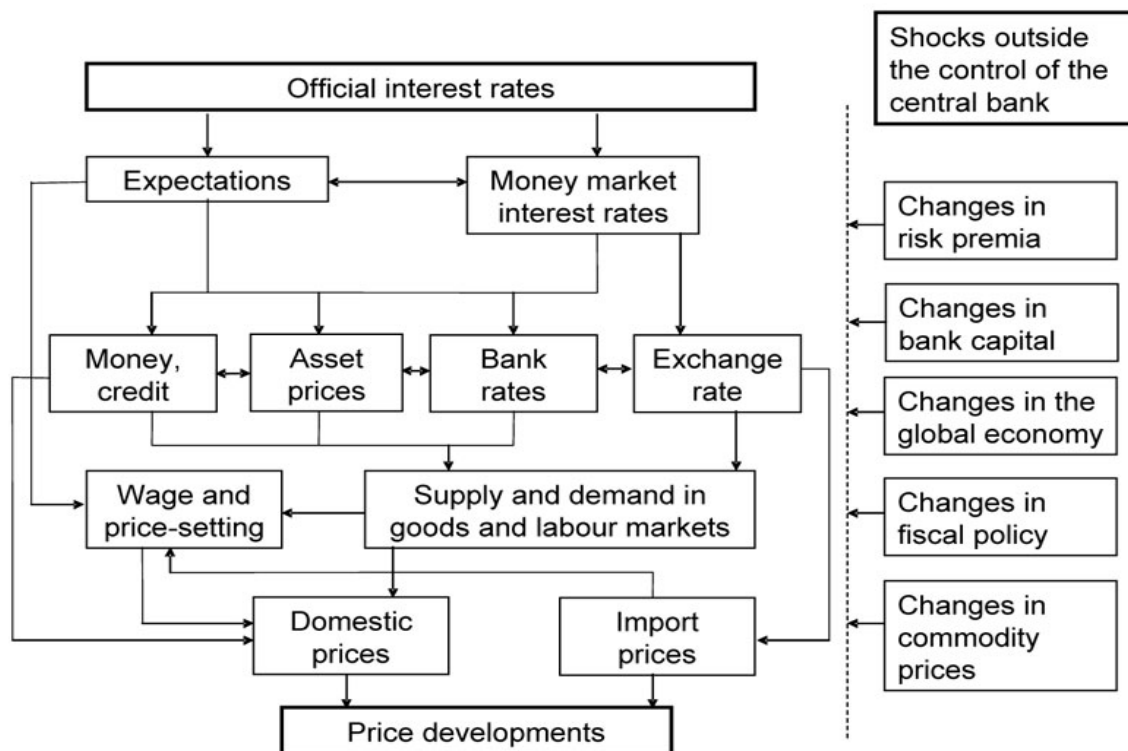
Prijašnja iskustva su pokazala kako je razumijevanje monetarnih analiza ponekad izazov. Razlog tome je činjenica da glavne ekonomske struje ponekad duže vrijeme zanemaruju informacije monetarnih analiza, ali i razvoj u teorijskim i empirijskim istraživanjima i interpretaciji veze između potražnje za novcem i kreiranja novca koje kasnije imaju utjecaj na određivanje cijena. Novija istraživanja omogućila su bolje razumijevanje veze između dugoročnih trendova rasta novčane mase i inflacije što je uvelike olakšalo donošenje odluka vezanih uz monetarnu politiku.

### **4.1. Strategija monetarne politike ECB**

Način na koji monetarna politika utječe na realnu ekonomiju je veoma jednostavan. Središnja banka je institucija zadužena za kreiranje novčanica i stvaranje rezervi. Ona je svojevrsni monopolist tržišta novca. S obzirom na takav položaj ona je u mogućnosti utjecati na uvjete koji vladaju na tržištu novca i upravljati kamatama u kratkom roku. Kratkoročno, promjene kamatnih stopa pod utjecajem središnje banke pokreću brojne akcije u realnoj ekonomiji koje kasnije utječu na output ili cijene. U

dugom roku promjena količine novca u optjecaju neće imati utjecaj na promjenu realnih varijabli, kao što su dohodak i zaposlenost. Realni dohodak i razina zaposlenosti u principu ovise o realnim varijablama kao što su tehnologija, porezna politika, demografske promjene i sl. Ovaj je proces poznat pod nazivom transmisijski mehanizam.

Prikaz 1. Transmisijski mehanizam ECB



Izvor: Središnja europska banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 25.9.2014.g.

Dakle, središnja banka ne može dugoročno utjecati na ekonomski rast mijenjajući količinu novca u optjecaju. U tom pogledu inflacija predstavlja fenomen. Duža razdoblja visoke stope inflacije povezuju se sa povećanjem količine novca u optjecaju dok ostali faktori, kao što su agregatna potražnja ili stupanj tehnološke razvijenosti, mogu utjecati na cijene u kraćem razdoblju jer se s vremenom njihov utjecaj može smanjiti korištenjem rezervi novca. Gledano u tom smislu, središnja banka može utjecati na trend promjene cijena i inflaciju.

Monetarna strategija ima glavnu zadaću definirati instrumente preko kojih središnja banka može utjecati na kratkoročne kamatne stope i cijene kao glavne varijable. ECB određivanjem službene kamatne stope omogućava sredstva ostalim bankama i određuje uvjete na novčanom tržištu i utječe na tržišne kamatne stope. Promjene koje provodi središnja banka na tržišnim kamatnim stopama, utječu na ostale kamatne stope kratkoročnih zajmova ili depozita koje postavljaju banke svojim klijentima.

Strategijom se određuje nivo kamatnih stopa koji je potreban kao bi se održala cjenovna stabilnost na srednji rok dok se operativnim okvirom određuje način na koji će se to postići. Ugovor o Europskoj uniji jasno utvrđuje održavanje stabilnosti cijena kao primarni cilj Eurosustava. Upravno Vijeće ECB je 1998. godine objavilo kvantitativnu definiciju prema kojoj se stabilnost cijene definira kao godišnji porast Indeksa potrošačkih cijena za područje eura ispod 2%.<sup>16</sup> Istovremeno, Upravno vijeće je navelo da stabilnost cijena treba održavati srednjoročno, što znači da monetarna politika ne može uskladiti razvoj cijena ili inflacije u toku kratkog perioda od nekoliko mjeseci. Promjene u monetarnoj politici utječu na cijene, ali sa određenim vremenskim odmakom, a koliki će utjecaj takve promjene imati ostaje nesigurno. To znači da monetarna politika ne može nadoknaditi svaki neočekivani poremećaj razine cijena.

## **4.2. Instrumenti monetarne politike ECB**

Bankarski sustav Eurozone potražuje likvidna sredstva, i to zato jer s jedne strane bankama je potreban novac, a s druge strane ECB zahtjeva od banaka da na računima nacionalnih središnjih banaka drže određena sredstava tj. određene obvezne rezerve te su tako ovisne o refinanciranju kojeg osigurava Eurosustav. U tom pogledu Eurosustav djeluje kao ponuđač likvidnih sredstava koje preko svojeg operativnog okvira daje bankama da nesmetano i organizirano zadovolje svoje potrebe za likvidnošću.

---

<sup>16</sup> Središnja europska banka: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu); „Price stability: Why is it important for you“, izdanje 2011., str.8.

Operativni okvir Eurosustava obuhvaća tri glavna elementa. Prvi, ECB na tržištu novca određuje uvjete vezane uz obvezne rezerve i usmjerava mjere na način da bankama osigurava rezerve za zadovoljavanje njihovih potreba za likvidnim sredstvima preko operacija otvorenog tržišta. Drugo, banke mogu koristiti opciju otvorene ponude deponiranja likvidnih sredstava preko noći i treće, obvezne rezerve povećavaju potrebe banaka za likvidnošću. S obzirom da se iznos rezervi mjeri na bazi jednoga mjeseca, rezerve mogu ublažiti trenutne likvidne šokove na tržištu novca.

ECB i Eurosustav za postizanje svojih ciljeva imaju na raspolaganju sljedeće skupine instrumenata monetarne politike:<sup>17</sup>

- operacije na otvorenom tržištu ( open market operations)
- raspoložive stalne mogućnosti posuđivanja/deponiranja (standing facilities)
- obvezne rezerve (minimum reserves)

#### **4.2.1. Operacije na otvorenom tržištu**

Operacije na otvorenom tržištu imaju važnu ulogu u novčanoj politici Eurosustava. Koriste se za upravljanje kamatnim stopama, održavanje likvidnosti te daju informacije o uspješnosti provođenja monetarne politike. S obzirom na ciljeve i postupke koje koriste, operacije otvorenog tržišta mogu se podijeliti u pet osnovnih kategorija:<sup>18</sup>

- povratne transakcije - koje mogu biti u obliku repo ugovora i kolateraliziranih zajmova
- izravne transakcije (outright transactions)
- izdavanje dužničkih potvrda ( issuance of debt certificates)
- devizni swapovi (exchange rate swaps)
- prikupljanje oročenih depozita (collection of fixed-term deposits)

---

<sup>17</sup> Središnja europska banka, [www.europe.eu](http://www.europe.eu), 19.12.2014.

<sup>18</sup> The implementation of monetary policy in the euro area, General documentation on Eurosystem policy instruments and procedures, European central bank, January 2012., str.15.

S gledišta instrumenata koje koristi ECB, povratne transakcije glavni su instrument operacija na otvorenom tržištu koji se koristi u svim kategorijama operacija otvorenog tržišta, dok se izdavanje dužničkih certifikata koristi u operacijama fine prilagodbe. Povrh toga Eurosustav ima na raspolaganju tri instrumenta za provođenje operacija fine prilagodbe: izravne transakcije, valutne konverzije te prikupljanje oročenih depozita.

Povratne transakcije (reverse transactions) su operacije kupnje ili prodaje imovine s obvezom reotkupa. Također, ovim instrumentom Eurosustav vrši kreditne operacije na temelju prihvatljive imovine kao kolaterala (kolateralizirani zajmovi). Izvršavaju ih NCB. Razlika između kupovne cijene i cijene reotkupa u ugovoru odgovara kamati koja se plaća na iznos novca koji je posuđen tijekom dospijeća operacije. Razlika između kupovne i prodajne cijene pokazuje službenu kratkoročnu kamatnu stopu ECB kojom ona nastoji utjecati na kamatne stope na financijskom tržištu.

Izravne transakcije (outright transactins) podrazumijevaju operacije Eurosustava kojima se kupuje ili prodaje podobna imovina izravno na tržištu. Vrši se transfer cjelokupnog vlasništva od prodavatelja ka kupcu bez obveze reotkupa. Transakcija se provodi u skladu s tržišnim konvencijama za dužničke instrumente.

ECB ima mogućnost izdavanja dužničkih certifikata s ciljem prilagođavanja strukturne pozicije Eurosustava u financijskom sektoru. Koristi se kako bi se smanjila likvidna sredstva i spriječilo pretjerano povećanje monetarnih agregata. Rok dospijeća certifikata je do godine dana nakon čega vlasnik certifikata ostvaruje pravo na nominalan iznos naznačen na certifikatu. Razlika između diskontne cijene i nominalne vrijednosti je prinos koji ostvaruje investitor.

Jedan od instrumenata monetarne politike ECB su i valutne konverzije (exchange rate swaps). ECB ovim operacijama kupuje/prodaje spot euro za stranu valutu, te istodobno prodaje/kupuje nazad stranu valutu za euro, na točno određeni datum. Koriste se i operacije fine prilagodbe, za smanjenje ili povećanje likvidnosti, ovisno o potrebi.<sup>19</sup> ECB također prikuplja depozite na fiksni rok dospijeća i fiksnu kamatu. Korištenjem ovog instrumenta smanjuje se kreditni plasman što uzrokuje porast kamatnih stopa i dovodi do smanjenja kreditne aktivnosti.

---

<sup>19</sup> Godišnje izvješće ECB za 2013.g., Europska središnja banka 2014.g., str.95.



Povratne transakcije koriste se u četiri osnovne kategorije operacija otvorenog tržišta: operacije glavnog refinanciranja, operacije dugoročnog refinanciranja, strukturne operacije te operacije fine prilagodbe.

### ***Operacije glavnog refinanciranja***

Operacije glavnog refinanciranja su najvažnije operacije na otvorenom tržištu koje provodi Eurosustav i koje imaju bitnu ulogu u upravljanju kamatnim stopama, postizanju likvidnosti na tržištu novca te signaliziranju rezultata provođenja monetarne politike. Financijskom sektoru osiguravaju većinu refinanciranja.

Najvažnije značajke glavnih operacija refinanciranja:

- izvode se svaki tjedan
- rok dospjeća im je u pravilu tjedan dana
- izvode se decentralizirano od strane nacionalnih središnjih banaka
- prihvatljivi sudionici moraju ispunjavati opće kriterije prihvatljivosti

### ***Operacije dugoročnog refinanciranja***

Eurosustav također provodi redovite operacije refinanciranja, obično s rokom dospjeća od tri mjeseca, namijenjene provođenju dodatnog dugoročnog refinanciranja financijskog sektora. Te operacije predstavljaju samo maleni dio ukupnog iznosa refinanciranja. S tim operacijama Eurosustav tržištu, u pravilu želi signalizirati namjere vezane uz kamatne stope. Zato se operacije dugoročnog refinanciranja provode u nepravilnim intervalima ili u dugim rokovima, npr. trajanje jednog razdoblja održavanja od šest, dvanaest ili trideset i šest mjeseci, je također moguće. One se provode od strane NCB prema unaprijed utvrđenom kalendaru.<sup>20</sup>

Kao glavne karakteristike dugoročnih operacija izdvajaju se sljedeće:

- opskrbljuju sustav likvidnošću,
- provode se redovito na mjesečnoj bazi,
- rok dospjeća im je tri mjeseca,

---

<sup>20</sup> Monetary policy of ESB, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2004.g., str.104.-106.

- provode se decentralizirano putem NCB,
- provode se standardnim natječajima i
- sudionici moraju ispunjavati opće kriterije prihvatljivosti.

### ***Operacije fine prilagodbe***

Eurosustav može provoditi operacije fine prilagodbe u obliku povratnih transakcija otvorenog tržišta. Cilj operacija fine prilagodbe je upravljati likvidnošću na tržištu i kamatnim stopama, a naročito ublažiti učinke koje imaju neočekivane promjene likvidnosti na tržištu na kamatne stope. Ukoliko dođe to takvih neočekivanih situacija bitno je osigurati visoki stupanj fleksibilnosti pri izboru postupaka i operativnih značajki tih operacija.<sup>21</sup>

Značajke operacija fine prilagodbe su:

- mogućnost opskrbljivanja sustava likvidnošću ali i apsorpiranja likvidnost iz sustava,
- učestalost i ročnost im nisu standardizirane,
- operacije koje opskrbljuju sustav likvidnošću provode se putem brzih natječaja, a postoji i mogućnost bilateralnih dogovora,
- operacije koje apsorpiraju likvidnost iz sustava provode se po pravilu na bilateralan način
- određeni broj sudionika može biti odabran.

### ***Strukturne operacije***

Strukturne operacije provodi Eurosustav ukoliko ECB želi prilagoditi strukturnu poziciju prema financijskom sektoru. Ove se operacije provode putem izravne kupnje i prodaje vrijednosnih papira te repo i obrnutim repo transakcijama. Strukturne operacije u obliku obrnutih transakcija i izdavanja dužničkih instrumenata provode se od strane NCB standardnim ponudama, a strukturne operacije u obliku izravnih transakcija putem bilateralnih postupaka.

---

<sup>21</sup> Europska središnja banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 20.12.2014.

Neke od karakteristika strukturnih operacija su:

- povećavanje likvidnosti
- učestalost operacija može biti redovita ili povremena
- ročnost nije unaprijed standardizirana
- provode se putem standardnih natječaja
- provode se decentralizirano od strane nacionalnih središnjih banaka
- sudionici moraju ispunjavati opće kriterije prihvatljivosti.

#### **4.2.2. Raspoložive stalne mogućnosti posuđivanja/deponiranja**

Europski sustav središnjih banaka dao je na raspolaganje dvije mogućnosti (Standing facilities) kojima se želi postići održavanje likvidnosti privrede i bankarskog sustava te kontrola kretanja kamatnih stopa. Te mogućnosti su: marginalna mogućnost posuđivanja (Marginal lending facility) i mogućnost depozita (Deposit facility). Ove pogodnosti predstavljaju dio strukturnih operacija refinanciranja bankarskog sustava i upravljanja likvidnošću.

**Marginalna mogućnost posuđivanja** predstavlja aktivnosti kojima središnja banka odobrava kreditnim institucijama kredite na temelju zaloge vrijednosnih papira. Takva vrsta kredita veoma je skupa jer se odobrava na kratak rok i visoku kamatnu stopu. (gornja granica kamatnjaka na prekonoćnom međubankarskom tržištu).

**Mogućnost depozita** je u biti plasiranje viška rezervi na račun središnje banke preko noći ili na kratak rok uz nisku kamatnu stopu (najniža vrijednost prekonoćne tržišne kamatne stope). Za depozit nije potreban kolateral niti postoji limit na količinu sredstava. Provode se na rok preko noći.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Monetary policy of ESB, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2004.g., str.108.-110.

### 4.2.3. Obvezne rezerve

Obvezna rezerva (engl. Minimum reserve) čini automatski stabilizator kamatnih stopa i precizan transmisijski mehanizam monetarne politike uređen Statutom ESCB-a. ECB od kreditnih institucija Eurosustava zahtijeva držanje obvezne rezerve na računima nacionalnih središnjih banaka tj. minimalne rezerve. Vijeće ECB odredilo je stopu minimalnih obveznih rezervi na razini 2% utvrđene baze (određene stavke bilance). Od 18. siječnja 2012.g. ECB je donijela novu mjeru te se primjenjuje stopa obvezne rezerve od 1%.

Na tako izdvojena sredstva obveznih rezervi dodaje se kamata, koja je obračunata stopom u visini diskontne stope ECB. Stope obvezne rezerve određuju se u mjesečnom prosjeku, a računaju se od 24. kalendarskog dana tekućeg mjeseca do 25. kalendarskog dana idućeg mjeseca. Stope obvezne rezerve na depozite po viđenju u pravilu su više od onih na oročene oblike depozita, iako to nije nužno. Ponekad se stopa obvezne rezerve može odrediti kao jedinstveni postotak za sve vrste depozita poslovnih banaka.

Iznos obvezne rezerve koji će se tražiti od svake ustanove određen je bazom rezerve. Baza rezervi institucija definirana je u odnosu na elemente bilance.

Obveze uključene u osnovicu za obračun obvezne rezerve su:

#### **a) Pozitivna stopa od 1% primjenjuje se na:**

- prekonoćne depozite;
- oročene depozite do 2 godine;
- oročene depozite do 2 godine koji su opozivi prije roka dospijeca.

#### **b) Nulta stopa se primjenjuje na:**

- depozite oročene duže od 2 godine;
- depozite koji su opozivi po isteku 2 godine;
- repo-e (ugovor gdje se prodavatelj vrijednosnih papira obavezuje da će iste kupiti po unaprijed dogovorenoj cijeni i u dogovoreno vrijeme)

- dužničke vrijednosne papire oročene na period duži od 2 godine.<sup>23</sup>

U situacija kada banka ne uspije ostvariti zadanu stopu obvezne rezerve, na manjak sredstava rezervi obračunava se kamata u iznosu 3 % iznad važeće lombardne stope za razdoblje od 30 dana. S druge strane, ukoliko deponirana rezerva premašuje obvezan iznos, kreditna institucija nastojat će ta sredstva plasirati u ukamative uloge kod središnje banke i time će direktno smanjiti udio imobiliziranih sredstava.

Kreditne institucije koje imaju zakonsku obvezu držanja minimalnih rezervi moraju je izdvojiti na barem jednom računu kod nacionalne središnje banke u zemlji članici Europske monetarne unije u kojoj imaju sjedište. Ako imaju više podružnica tada se ukupne obvezne rezerve drže u središnjici kreditne institucije. Kreditne institucije koje imaju podružnice u više zemalja članica EMU, moraju izdvojiti odgovarajuće rezerve kod nacionalnih središnjih banaka onih zemalja u kojima te podružnice imaju sjedište.

Dakle, glavna funkcija obvezne rezerve kao instrumenta monetarne politike jest uspostaviti vezu između količine novca koju banke mogu kreirati odobravanjem kredita i količine primarnog novca u pasivi bilance središnje banke te stabilizacija tržišne kamatne stope.<sup>24</sup>

U cilju ostvarivanja svog temeljnog cilja, stabilnosti cijena, Eurosustav nastoji upravljati kratkoročnim kamatnim stopama u Eurozoni. Postoje dvije značajne kamatne stope: EONIA (Euro overnight index average), kamatnjak koji oblikuje Europska bankarska federacija, a predstavlja ponderirani prosjek svih međubankarskih prekonoćnih plasmana u Eurozoni i EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), kamatna stopa koja se temelji na prosječnoj kamatnoj stopi po kojoj europske banke posuđuju novac jedna drugoj.<sup>25</sup>

U uvjetima neutralne likvidnosti kada je višak likvidnosti blizu nule, kratkoročne kamatne tržišne stope novca, kao što je EONIA, povezane su s minimalnom ponuđenom kamatnom stopom na glavne operacije refinanciranja. Kada postoji višak likvidnosti, EONIA je povezana s kamatnom stopom ECB na novčane depozite.

---

<sup>23</sup> Monetary policy of ESB, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2004, str. 85-86.

<sup>24</sup> Prilagođeno prema: The implementation of monetary policy in the euro area, General documentation on Eurosystem policy instruments and procedures, European central bank, January 2012., str.60.-63.

<sup>25</sup> Global Rates: <http://www.global-rates.com/>, 20.10.2014.g.

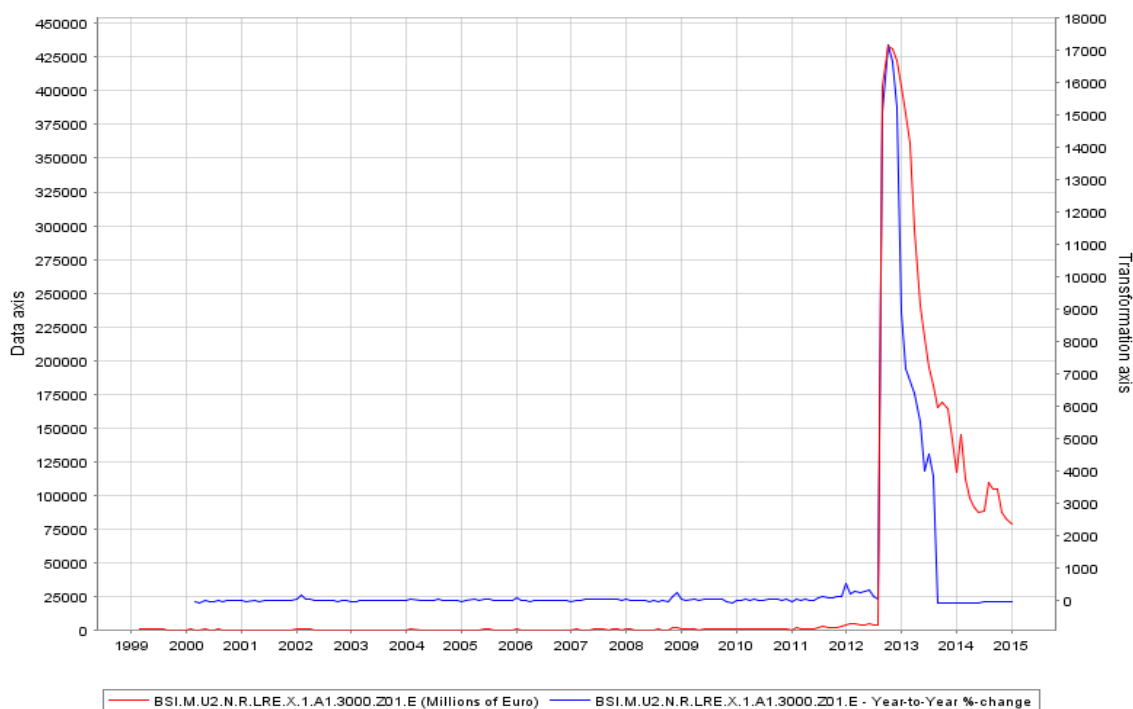
Grafikon 1.:Kretanje ključnih kamatnih stopa ECB-a od 2008.g. do 2013.g.



Izvor: Godišnje izvješće ECB za 2013.g., Europska središnja banka 2014.g., str. 14.

Ova situacija prikazana je na grafikonu iznad gdje linija EONIA-e prati kretanje linije kamatnih stopa na novčane depozite za razdoblje od 2008.g. do 2013.g. Kamatna stopa na depozite određuje donji nivo za EONIA jer nije vjerojatno da bi banke kojima je dostupan instrument novčanog depozita davale kredite na tržištu novca po kamatnoj stopi nepovoljnijoj od kamatne stope na novčane depozite.

Grafikon 2.: Višak rezervi ECB-a za razdoblje od 1999.g. do 2015.g.



Izvor: Europska središnja banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 9.1.2015.g.

Grafikon 2. prikazuje znatni višak rezervi koji se pojavljuje u 2012.g. i iznosi 403.5 milijardi eura. Zbog toga je Benoît Cœuré, član Izvršnog odbora ECB-a na godišnjoj prezentaciji u rujnu 2014.g. objavio kako je ECB odlučila smanjiti kamate na operacije glavnog refinanciranja sa 0.15% u rujnu na 0.05% u lipnju te kamate na depozite s -0.10% na -0.20%. Napomenuo je kako ove negativne stope treba sagledavati u kontekstu cilja ECB da osigura dodatno stabiliziranje monetarne politike, ali bez izravnog narušavanja svoje uloge posredovanja na tržištu.

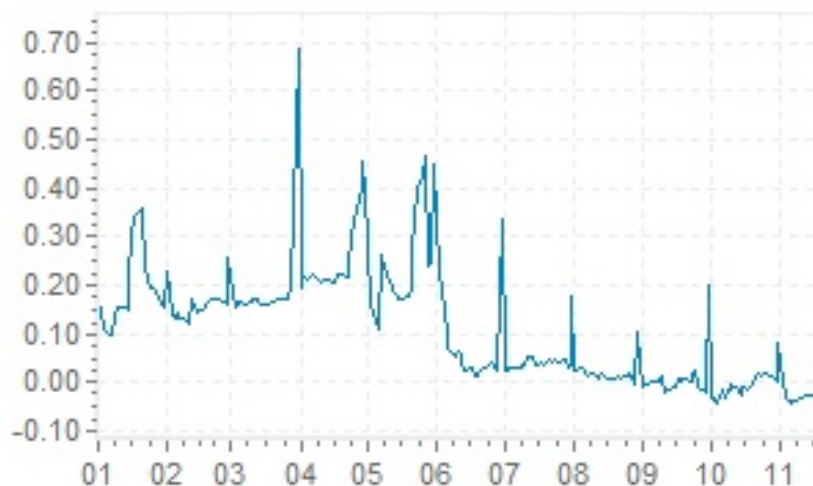
Cilj je smanjiti prekomjerno stvaranje viška rezervi i potaknuti kreditiranje. Relativna razlika između troška zaduživanja kod ECB i koristi od polaganja novca kod ECB utječe na posuđivanja na međubankarskom tržištu. Ukoliko je međubankarsko tržište aktivno moguće je pratiti i utjecaj politike kamata na realnu ekonomiju.

Još jedna korist od snižavanja kamatne stope na depozite, zajedno s kamatnim stopama glavnog refinanciranja, vidljiva je u trenutnoj situaciji kada postoji višak likvidnost. Kratkoročne kamatne stope, kao što je EONIA, prate stope depozita u većoj mjeri nego stopu glavnog refinanciranja. Odluka da se smanje stope, što je popraćeno nizom drugih mjera za poticanje kredita gospodarstvu, kao što su

poticanje banaka na odobravanje više kredita realnom sektoru, također je u potpunosti u skladu s unaprijed utvrđenim smjernicama ECB. Čelnici ECB vjeruju da će kamatne stope ostati na sadašnjim ili nižim razinama kroz dulje vremensko razdoblje u skladu s ekonomskim prilikama.<sup>26</sup>

Nakon odluke u lipnju, politika nižih stopa ima pozitivan utjecaj te se smanjila neizvjesnost tržišta o očekivanim stopama i EONIA bilježi pad. Osim toga, nestabilnost EONIA-e, kao i mogućnost da implicira nestabilnost kratkoročnih kamatnih stopa je pala. Grafovi prikazuju kretanje ovih dviju važnih kamata, EURIBOR-a i EONIA-e. EONIA kroz čitavo razdoblje promatranja varira. Najviši iznos dosegla je u ožujku u iznosu od 0.688% da bi krajem godine u studenom iznosila -0.011%.

Grafikon3.: EONIA 2014.g.



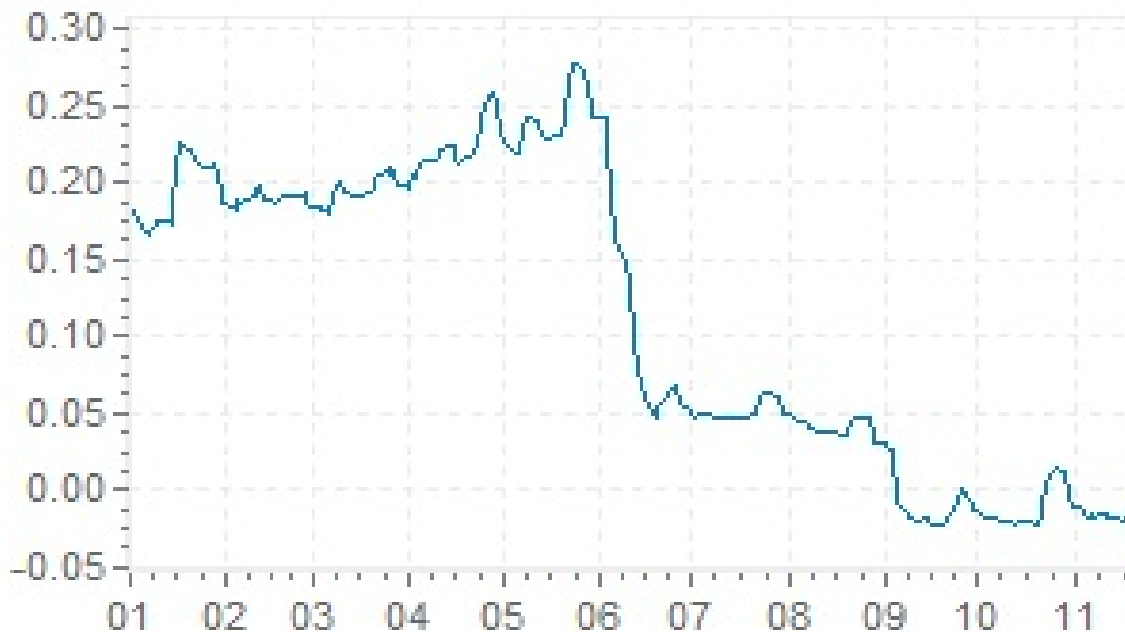
Izvor: Global Rates: <http://www.global-rates.com/>, 20.10.2014.g.

Politika nižih stopa prenijeta je i na druge tržišne segmente, osim na neosigurana tržišta novca. EURIBOR stope i stope koje definira EURIBOR također su pale nakon donesenih odluka o smanjenju kamatnih stopa na operacije glavnog refinanciranja i novčanih depozita.

<sup>26</sup> Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, Presentation at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt am Main, 9 September 2014.



Grafikon 4. : EURIBOR 2014.g.



Izvor: Global Rates: <http://www.global-rates.com/>, 20.10.2014.g.

Iz grafikona je moguće primijetiti kako EURIBOR krajem lipnja 2014.g. bilježi drastični pad na 0.052% s prijašnjih 0.242% u svibnju. Od tada se nastavlja tendencija blagog padanja, a krajem godine u studenom EURIBOR je iznosio 0.005%.

Važno je spomenuti i minimalne pričuve, mehanizam koji stabilizira prekonoćne kamatne stope tijekom razdoblja održavanja te smanjuje intervencije središnje banke na tržištu novca. Uvođenje prosječnih rezervi znači da se rezerve moraju održavati prosječno na bazi mjeseca, a ne na dnevnoj bazi. Na taj način povećava se fleksibilnost kreditnih institucija i omogućava im iskorištavanje kratkoročnih aktivnosti na novčanom tržištu. Tako prosječne rezerve stabiliziraju prekonoćne kamatne stope tijekom perioda održavanja, a to smanjuje potrebu da središnje banke interveniraju na novčanom tržištu.

### 4.3. Monetarni agregati

Polazna točka za definiranje monetarnih agregata Eurosustava je konsolidirana bilanca sektora MFI. Općenito, definicija agregata uvelike ovisi o svrsi kojoj je

pojedini agregat namijenjen. S obzirom na promjenjivu prirodu i obilježja financijske imovine, transakcija i načina plaćanja, nije uvijek jasno kako novac treba definirati i koji oblik financijske imovine pripada kojem monetarnom agregatu. Iz tog razloga, središnje banke obično definiraju i prate nekoliko monetarnih agregata.

ECB definira agregate na temelju usklađenih definicija novca mikrofinancijskih institucija sa sjedištem u Eurozoni i ne-financijskih institucija izuzev Vlade. Na temelju promišljanja i empirijskih istraživanja, te u skladu s međunarodnom praksom, Eurosustav definira tri agregata, „uski“ M1, „srednji“ M2 i „široki“ M3 agregat.

Ovi agregati razlikuju se s obzirom na stupanj likvidnosti imovine koju uključuju.<sup>27</sup> U dolje navedenoj tablici prikazani su monetarni agregati zajedno s oblicima koje uključuju.

Tablica 1. Definicija monetarnih agregata ECB-a

	M1	M2	M3
<b>Novac u optjecaju</b>	✓	✓	✓
<b>Prekonoćni depoziti</b>	✓	✓	✓
<b>Depoziti s dogovorenim rokom dospjeća do 2 godine</b>		✓	✓
<b>Depoziti razročivi u roku od 3 mj. uz prethodnu najavu</b>		✓	✓
<b>Ugovori o reotkupu</b>			✓
<b>Udjeli/dionice fondova novčanog tržišta</b>			✓
<b>Dužnički vrijednosni papiri s rokom dospjeća do 2 godine</b>			✓

Izvor: Lovrinović, I., Ivanov, M.: Monetarna politika, RRIF, Zagreb, 2009. str. 150.

<sup>27</sup> Lovrinović, I., Ivanov, M.: Monetarna politika, RRIF, Zagreb, 2009. str. 150.

Prema tablici vidljivo je kako je agregat M1( gotov novac) najuži. Ovaj agregat sastoji se od gotovog novca i sredstava koji se mogu odmah pretvoriti u novac ili koristiti kao bezgotovinsko plaćanje. Agregat M2 (prijelazni novac, Intermediate money) sastoji se od prethodno spomenutog agregata M1 uvećanog za depozite s dospijećem do dvije godine kao i depozite koji se mogu podignuti u roku od tri mjeseca od trenutka najave. Agregat M3 ( broad money) najopsežniji je agregat koji uključuje M2 i utržive financijske instrumente koje emitiraju monetarne institucije. Ovaj agregat uključuje i repo ugovore i udjele u fondovima novčanog tržišta. S obzirom da je M3 manje podložan zamjenama između različitih oblika likvidnih sredstava u odnosu na M1 i M2 mnogo je stabilniji. Važno je napomenuti da monetarni agregati ECB uključuju samo pozicije rezidenata iz Eurozone koje oni drže kod monetarnih institucija smještenih u Eurozoni jer sredstva koja posjeduju u drugim valutama mogu biti svojevrsni supstituti za domaću imovinu koja glasi na euro.<sup>28</sup>

Težina financijske krize sredinom 2007.g. rezultirala je neklasičnim instrumentima i mjerama monetarne politike poznatijim pod nazivom *“enhanced credit support”* i *“securities market program”*. Upravo ove dvije nove politike oblikovale su kriterije stvaranja primarnog novca ECB-a. Jedna od najznačajnijih mjera je primjena tzv. *“fixed rate full allotment”* ponude na svim operacijama refinanciranja pri čemu je bankama bio omogućen neograničen pristup likvidnosti uz odgovarajući kolateral i po kamatnjaku na glavne operacije refinanciranja. Ova mjera omogućila je bankama rješavanje problema kratkoročne likvidnosti.<sup>29</sup>

Snažna kreditna aktivnost Eurosustava prema bankama dovela je do smanjenja uloge novčanog tržišta u tom razdoblju. No, zbog visokog rizika, banke su značajan dio primarnog novca koji su u obliku kredita dobile ponovo usmjerile prema Eurosustavu koristeći se mogućnošću deponiranja uz kamatnjak (deposit facility). Na taj način je smanjena razlika između prekonocnog kamatnjaka (EONIA) i kamatnjaka na depozitne pogodnosti koji je bankama plaćao Eurosustav.

Nakon propasti Lehman Brothersa u rujnu 2008.g., došlo je do snažnog rasta potražnje za rezervama u bankarskom sektoru Eurosustava. Izvanrednim kreditiranjem bankarskog sektora središnja banka nadmašuje stvarne potrebe za

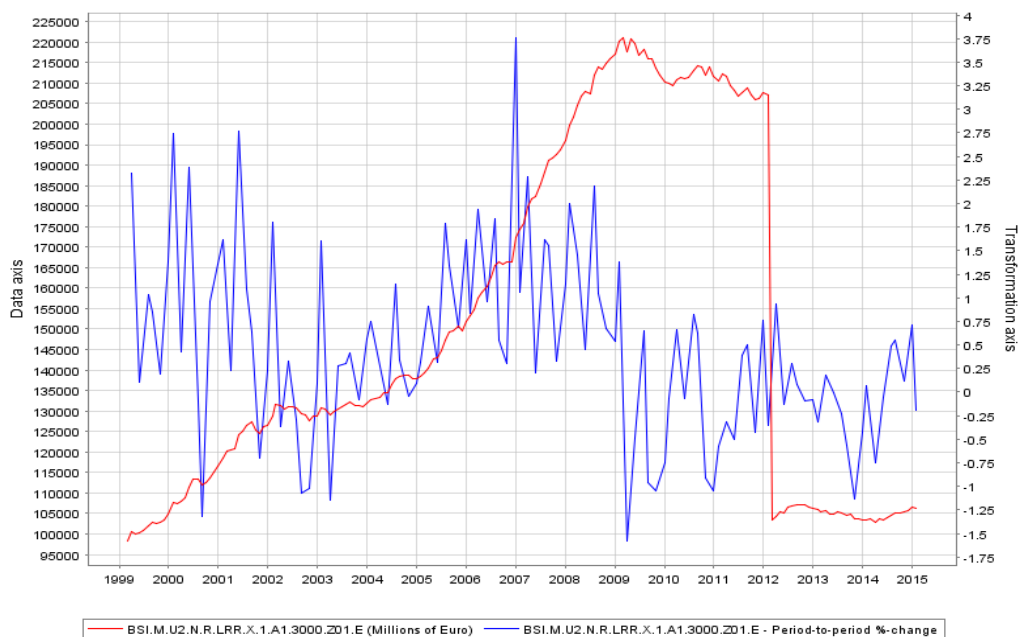
---

<sup>28</sup> Monetary policy of ESB, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2004.str.51.-52.

<sup>29</sup> José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the ECB, Closing speech at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 October 2011

likvidnošću bankovnog sektora, te obvezne rezerve gube na značenju jer su banke deponirale veći dio likvidnosti na račune kod Europske središnje banke.<sup>30</sup> Dakle, iz tog razloga im je postalo svejedno je li obvezna rezerva 2% jer su na računima imali i više od iznosa koji ima je dovoljan za pokrivanje obvezne rezerve. Visoki troškovi transakcija prisiljavaju banke koje imaju manjak likvidnosti da deficit pokrivaju zaduživanjem kod središnje banke, a ne u međubankarskom tržištu. To potiče banke s viškom likvidnosti da smjeste svoj višak u depozitni instrument središnje banke. Dakle, središnja banka posreduje između banaka. Rezultat je ukupni višak likvidnosti u bankarskom sektoru, što podrazumijeva sustavni pad EONIE.

Grafikon 5.: Potrebne rezerve od 1999.g. do 2015.g.



Izvor. Europska središnja banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 10.1.2015.g.

Grafikon 5. prikazuje potrebne rezerve ECB-a za održavanje likvidnosti sustava. Plavom linijom označena je postotna promjena obveznih rezervi. Vidljivo je kako se početkom 2009.g. drastično smanjuje potreba za obveznom rezervom (plava linija) jer su potrebe sustava za rezervama zadovoljene i stvaraju se viškovi (crvena linija). Ovakva smanjena potreba za rezervama ima utjecaj na monetarne agregate. S obzirom da bankarski sustav ima dovoljno rezervi povećava se monetarni agregat M1

<sup>30</sup> Felton, A., Reinhart, C., Prva financijska kriza 21. st., NOVUM d.o.o., Centar za istraživanje ekonomske politike, London, 2008., str. 217.

koji u istom razdoblju bilježi veliki porast (Grafikon 6). Ovaj porast je posljedica viška likvidnosti uslijed čega banke svoje viškove usmjeravaju u prekonoćne plasmane kod ECB. Kretanje agregata M1 pokazuje da financijska kriza nije značajno utjecala na mogućnost ECB da kontrolira ovaj agregat. To je logično s obzirom da je po pitanju emisije M1 puno bliži središnjoj banci i ona ima mogućnost utjecaja jer je jedini dobavljač baze.

Grafikon 6.: Kretanje monetarnih agregata u razdoblju od 2000.g. do 2014.g.

(godišnji postotni porast)

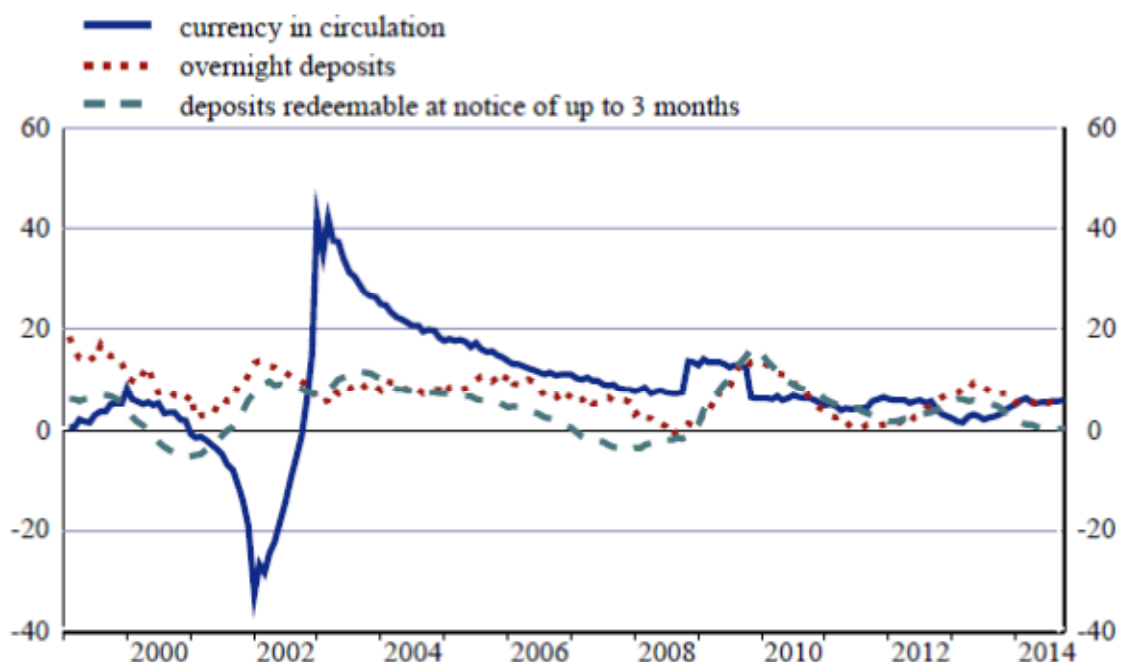


Izvor. Europska središnja banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 29.9.2014.g.

Godišnji rast monetarnog agregata M3 porastao je na 2.5% u rujnu 2014.g., u odnosu na 2.1% koliko je iznosio u kolovozu 2014. Tromjesečni prosjek godišnjeg porasta M3 agregata za period od srpnja 2014. do rujna 2014 bilježi rast na 2.1 u odnosu na rast od 1,8 u periodu od lipnja 2014. do kolovoza 2014. U promatranom razdoblju M3 bilježi najveći postotni porast od 12.4% u studenom 2007.g., a najveći pad u studenom 2009.g. u iznosu od -0.3% godišnje.

Što se tiče glavnih komponenti M3, godišnja stopa rasta M1 porasla je na 6,2% u rujnu 2014.g., u odnosu na 5,9% u kolovozu. Godišnja stopa rasta kratkoročnih depozita, osim prekonoćnih depozita (M2-M1) bilježi manji pad od - 1,5% u rujnu, nego u prethodnom mjesecu kada je iznosio -1.7%. Godišnja stopa rasta utrživih instrumenata (M3-M2) u rujnu je iznosila -4,1% , što je pozitivni pomak u odnosu na -6.5% u kolovozu. Među depozitima uključenima u M3, godišnja stopa rasta depozita kućanstava porasla je na 2,2% u rujnu, s 2,0% u prethodnom mjesecu, dok je godišnja stopa rasta depozita prikupljenima od strane nefinancijskih poduzeća pala na 5,8% u rujna sa 6,0% u prethodnom mjesecu. Konačno, godišnja stopa rasta depozita nemonetarnih financijskih posrednika (isključujući korporacija za osiguranje i mirovinskih fondova) povećana je za 0,1% u rujnu, dok je u prethodnom mjesecu iznosila -3,2% .

Grafikon 7.: Kretanje odabranih komponenti agregata M3 u razdoblju od 2000.g. do 2014.g. (godišnji postotni porast)



Izvor: Europska središnja banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 29.9.2014.g.

Kroz promatrane godine najveća je promjena zabilježena krajem 2001.g. kada je zabilježen pad novca u optjecaju na -32%, a nakon toga u veliki rast od 42.7% u prosincu.

#### 4.4. Alternativne strategije monetarne politike ECB

Postoji još niz strategija vođenja monetarne politike koje su, ili još uvijek, provode središnje banke svijeta. Neke od njih bile su tema razmatranja Europskog monetarnog instituta i ECB prije usvajanja strategija koja se bazira na analizi „Two pillars“.

Jedna od tih strategija je ***ciljanje monetarnih agregata***. To u praksi znači da središnja banka mijenja službene kamatne stope kako bi usporila ili ubrzala monetarni rast. Ovako donesena kamatna stopa mora biti kompatibilna sa stabilnošću cijena. Strategija monetarnog ciljanja počiva na dva osnovna elementa. Prvo, stabilan odnos između razine novca i razine cijena (npr. potražnja za novcem) mora biti osigurana u srednjem roku. Jedino je tako, uz zalihe novca, moguće razinu cijena održati stabilnom. Drugo, zalihe novca treba kontrolirati monetarna politika. Uzevši u obzir navedene uvjete, središnja banka može mijenjati službene kamatne stope kako bi održala zalihu novca na zadanoj razini i čime se zbog stabilnog odnosa novca i cijena neizravno održava i stabilnost cijena.

Iskustva središnje banke imala su utjecaj na dizajniranje strategije ECB, koja nije usvojila ovakav pristup. Razlog tomu je što postoje i druge makroekonomske varijable, osim novca, koje imaju utjecaj na stabilnost cijena. S obzirom na postojanje takvih faktora nije poželjno oslanjati se isključivo na monetarne analize.

Druga je strategija ***izravno ciljanje inflacije***. Osnovno načelo uvođenja takvoga tipa monetarne politike jest da pomogne središnjoj banci da dugoročno održi nisku razinu inflacije. Kolika je to niska razina inflacije ovisi od zemlje do zemlje. Monetarnu politiku ciljanja inflacije može uvesti središnja banka ili može biti uvedena u suradnji s Vladom. Umjesto da koristi novac za vođenje monetarne politike, ovaj pristup se fokusira na kretanja inflacije u odnosu na zadanu ciljanu inflaciju. U praksi postoji nekoliko načina ciljanja inflacije, a svima je zajedničko javno objavljivanje zadanog postotka inflacije.

Predviđanje inflacije tada postaje centar kreiranja monetarne politike. Iako postoji mnogo sličnosti između strategije ECB i strategija centralnih banaka, ECB nije usvojila ovu strategiju iz nekoliko razloga. Prvo, fokusiranje isključivo na predviđanje inflacije ne daje mogućnost za postavljanje vjerodostojnog okvira za identificiranje

stvarnih prijetnji koje utječu na inflaciju. A upravo uspješna monetarna politika temelji se na izvorima tih rizika koji imaju utjecaj na promjenu inflacije. Drugo, ciljanje inflacije ne ovisi direktno o stabilnosti veze između ponude novca i inflacije. Inflacija se ne mora razviti na tržištu dobara i usluga namijenjenih potrošnji (na koje se odnose indeksi potrošačkih cijena kao mjera inflacije), nego se može pojaviti na tržištu imovine, a kojima se sve do 2007.g. središnje banke uglavnom nisu bavile, a mnoge i danas zastupaju stav da to prelazi okvire njihove odgovornosti.

Uspješnost ostvarivanja ciljanih stopa inflacije uvijek je određena brojnim faktorima koji se odražavaju na cijene roba i usluga van zadanih inflacijskih očekivanja. Kratkoročni pritisak inflacije (kao i deflacije) stoga ne mora biti monetarni fenomen jer poticaji mogu dolaziti sa strane različitih komponenti agregatne potražnje ili se pak javiti kao rezultat promjena u poreznoj politici, općeg porasta troškova proizvođača koje se negativno odražavaju na agregatnu ponudu ili biti rezultat tržišnih promjena deviznog tečaja. Upravo zbog toga, ciljanje inflacije u kratkom roku može biti nedjelotvorno u očuvanju stabilnosti cijena jer monetarna politika ne može korigirati inflacijske pritiske koje prvotno nije sama izazvala kroz ekspanziju novca i kredita.

Treća strategija je ***ciljanje tečaja***. Za male otvorene ekonomije, gdje proizvodnja i potrošnja međunarodno razmjenjivih dobara čine veliki dio gospodarstva, kretanje tečaja može imati značajan utjecaj na razinu cijena kroz njihov učinak na cijenu uvoza. Strategija ciljanja tečaja nije se smatrala prikladnom za Eurosustav, jer je velika i relativno zatvorena ekonomija gdje je utjecaj kretanja tečaja na razinu cijena skromniji.<sup>31</sup>

#### **4.5. Alati analize monetarne politike**

Europska središnja banka posebnu pažnju poklanja analizi ekonomskih događanja. Pritom primjenjuje pristup pod nazivom "Two pillars", koji se odnosi na organiziranje, procjenu i provjeru relevantnih informacija koje mogu pomoći pri utvrđivanju rizika koji prijete održavanju stabilnosti cijena. Prema strategiji ESB, monetarne se odluke

---

<sup>31</sup> Monetary policy of ESB, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2004., str.70.-71.



baziraju na opsežnoj analizi rizika kojima je stabilnost cijena izložena. Ova analiza organizirana je na ekonomskoj i monetarnoj analizi.

#### 4.5.1. Ekonomska analiza

Ciljevi ekonomske analize su prije svega fokusirani na financijske uvjete u ekonomiji i sve aktivnosti koje se s tim povezuju. To obuhvaća ocjenu tekućih ekonomskih i financijskih kretanja, međusobno djelovanje ponude i potražnje, čimbenika proizvodnje i pružanja usluga. Monetarna analiza obuhvaća široki spektar aktivnosti i varijabli koje ocjenjuje:<sup>32</sup>

- rast ukupne proizvodnje,
- agregatna potražnja i njene sastavnice,
- fiskalna politika,
- uvjeti na tržištu rada i kapitala,
- široki raspon indikatora cijena i troškova,
- tečaj,
- globalna ekonomija i platna i bilanca,
- financijska tržišta.

Prilikom analize pokazatelja realnog gospodarstva ECB redovno prati gibanja u ukupnoj proizvodnji, uvjete na tržištu rada, indikatore cijena i troškova te fiskalnu politiku i platnu bilancu za Eurozonu.

Na području promjene cijena analitičari uz HICP<sup>33</sup>, prate i promjene cijena u industrijskom sektoru te cijenu rada koja je bitan element ukupnih troškova proizvodnje, a podaci o cijeni rada pokazuju konkurentnost gospodarstva. Statistika platne bilance zajedno sa statistikom vanjske trgovine daju podatke o izvoznim i uvoznim promjenama koje mogu imati učinak na inflacijske pritiske. Oni omogućavaju i praćenje vanjskotrgovinskih cijena pomoću kojih se može pratiti utjecaj promjene tečaja na uvozne cijene sirovina (npr.nafte)

---

<sup>32</sup> Op.cit., str. 55.

<sup>33</sup> Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP) je vagana sredina cijena reprezentativne košarice dobara kućanstva.

#### **4.5.2. Monetarna analiza**

ECB u sklopu izabranih pokazatelja, koji redovno prati, posebnu pozornost posvećuje novcu. Ta odluka temelji se na činjenici da su u srednjem i dugom roku rast količine novca i inflacija usko povezani. ECB je s namjerom da istakne svoju ulogu u monetarnoj politici i definira primjerenu osnovu za ocjenu monetarnih gibanja objavila referentnu vrijednost za rast šireg monetarnog agregata M3. Ova referentna vrijednost (1998.g. određena je na razini 4,5%) se odnosi na stopu rasta M3 koji se smatra kompatibilnim sa cjenovnom stabilnošću u srednjem roku.

Monetarnom analizom ECB procjenjuje rast najšireg monetarnog agregata M3, ali i mnogih drugih monetarnih i financijskih tokova (promjene užih agregata kao što je M1, produženju rokova vraćanja kredita privatnom sektoru). Jedan od razloga za šire analize je i činjenica da na monetarna kretanja mogu utjecati i drugi faktori koji su posljedica institucionalnih promjena. Jedan od primjera je oporezivanje prihoda od kamata ili kapitalnih dobitaka. Te promjene utječu na domaćinstva i gospodarske subjekte odnosno na atraktivnost bankarskih uloga koji su dio monetarnog agregata M3. Monetarna analiza tj. praćenje novca i kredita mogu, u određenim uvjetima, pružiti rane informacije o razvoju financijske nestabilnosti, koje su od velike važnosti za uspješno vođenje monetarne politike zbog nastajanja brojnih financijskih neravnoteža.

#### **4.5.3. „Two pillars“**

Kako bi Vijeće ECB-a što detaljnije definiralo stanje monetarne politike provodi unakrsnu provjeru informacija iz kratkoročne ekonomske analize s informacijama dugoročne monetarne analize. Unakrsna provjera osigurava da monetarna politika koristi sve relevantne informacije potrebne za praćenje budućih cjenovnih promjena. Analiza putem „Two pillars“ koristi i nadopunjuje se informacijama iz oba stupa analize. Na taj način se pri ocjenjivanju cjenovnih promjena konzistentno i učinkovito uključuju sve potrebne informacije za donošenje odluka i upoznavanje javnosti s istima.

Prikaz 2. : Shema provođenja pristupa „Two pillars“



Izvor. Središnja europska banka, www.ecb.com, 5.10.2014.g.

Ovaj pristup umanjuje mogućnost da se prilikom oblikovanja politike usredotočuje na samo jedan pokazatelj. Strategija ECB nastoji raznolikim pristupom analize gospodarskih kretanja oblikovati takvu monetarnu politiku koja će biti prilagodljiva u promjenjivim gospodarskim uvjetima.<sup>34</sup>

#### 4.6. Statistika ECB

Glavna svrha statistike Europske središnje banke je podržati monetarnu politiku ECB-a i drugih zadataka Eurosustava i Europskog sustava središnjih banaka (ESSB). U sastavljanju statističkih izvještaja, ECB ima pomoć nacionalnih središnjih banaka. Nacionalne središnje banke (u nekim slučajevima i druga državna tijela) prikupljaju podatke iz kreditnih institucija i drugih izvora u njihovim zemljama i izračunavaju agregate na nacionalnoj razini, koje potom ECB sastavlja i izračunava agregate za Eurosustav.

<sup>34</sup> Monetary policy of ESB, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2004, str. 65.

Zadaci statistike Europske središnje banke su dati izvještaje vezane za pet područja:<sup>35</sup>

- novac, bankarstvo i financijsko tržište
- platna bilanca i internacionalna statistika
- financijski računi
- državna financijska statistika
- statistika HICP, cijena, troškova, outputa i podijeljenog tržišta

### ***Novac, bankarstvo i financijsko tržište***

Svaki mjesec, ECB prikuplja i distribuira širok raspon monetarne statistike i pokazatelja, uključujući ponudu novca poznatu kao "M3", njegove komponente (novčanice i kovanice, kratkoročni depoziti i ostale stavke) te imovinu, osobito kreditne i dugoročne obveze.

Monetarni agregati izračunavaju se iz bilance monetarnih financijskih institucija (MFI), koje se također objavljuju mjesečno. MFI čine institucije, poput banaka, koje primaju depozite, kratkoročne vrijednosne papire i odobravaju kredite ili ulažu u vrijednosne papire za vlastiti račun. Statistika bilance MFI također se koristi za izračun minimalne obvezne pričuve koje institucije moraju ispuniti, što je jedan od alata vođenja monetarne politike ECB-a.

ECB također prikuplja harmonizirane statističke podatke o kamatnim stopama koje MFI u svom poslovanju naplaćuje kućanstvima i poduzećima u Eurozoni. Ona objavljuje informacije o financijskim institucijama izvan sektora MFI, uključujući tržište investicijskih fondova.

Osim toga, ECB izrađuje detaljne mjesečne podatke o dužničkim vrijednosnim papirima i kotiranju dionica. Ona također objavljuje strukturne pokazatelje o bankarskom sektoru i investicijskim fondovima u Eurozoni, razne financijske indikatore te statističke podatke o količini i vrijednosti plaćanja u Eurozoni. ECB nastavlja razvijati zajedničke metodologije za izračun usporedivih statističkih

---

<sup>35</sup> Središnja Europska banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 26.10.2014.

pokazatelja za financijska tržišta u Eurozoni čime pomaže pratiti integracije financijskog tržišta.

### ***Bilanca plaćanja i međunarodna statistika***

ECB objavljuje mjesečne platne bilance za Eurozonu, prikazuje glavne transakcije između rezidenata Eurozone i stanovnika zemalja izvan Eurozone. Osim toga, ECB objavljuje mjesečnu statistiku vlastitih i međunarodnih rezervi i devizne likvidnosti. ECB također prikuplja statističke podatke o međunarodnoj ulozi tečaja eura.

### ***Financijski računi Eurozone***

Financijski računi predstavljaju financijske transakcije kroz financijsku bilancu stanja za sve ekonomske sektore u Eurozoni. Zbog toga oni pokazuju financijske granice, odnose između različitih sektora, kao i odnose između njih i ostatka svijeta. To omogućava integriranu analizu nefinancijskih gospodarskih aktivnosti (kao što su bruto investicije u fiksni kapital) i financijskih transakcija (kao što su izdavanje duga), kao i analizu pomaka portfelja u financijskim bilancama zbog transakcija i drugih tokova (kao što su revalorizacije).

### ***Statistika financija središnje države***

Za provođenje analize potrebne za monetarnu politiku, ECB i ESSB potrebna je sveobuhvatna i pouzdana statistika državnih financija. Ova statistika čini važan dio integriranog sustava sektorskih nefinancijskih i financijskih računa za Eurozonu. Statistika se odnosi na tri kategorije podataka; prihodi i rashodi, dug središnje države te odnos između državnog deficita i promjene državnog duga za svaku zemlju EU-a. Pri sastavljanju takvih izvještaja potrebne su dodatne informacije o transakcijama između država članica i institucija Europske zajednice.

### ***Statistika na HICP, cijena, troškova, outputa i tržišta rada***

ECB definira stabilnost cijena, svoj primarni cilj, kroz harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP) za Eurozonu. Ona također objavljuje širok raspon statističkih podataka o cijenama i troškovima, nacionalnim računima, tržištu rada, vanjskoj trgovini i raznim gospodarskim kretanjima. ECB usko surađuje s Europskom komisijom (Eurostat) u cilju razvoja usklađenih statističkih pojmova i postizanja redovito dostupnih, kvalitetnih podataka u Eurozoni.

### **4.7. Monetarna politika u razdobljima krize**

Financijska kriza nepovoljno utječe na monetarni sustav te stvara komplikacije prilikom određivanja stajališta monetarne politike prikladnog za održavanje stabilnosti cijena te njezinu provedbu. Procjena i kreiranje monetarne politike izazov su i u stabilnim razdobljima, a naročito kada se ekonomska situacija brzo mijenja i kada postoji visok stupanj nesigurnost. To je značilo da standardni modeli i projekcije više nisu bili pouzdani. Stabilnost na međubankarskom tržištu slabi te tržište novca postaje nefunkcionalno, a s time je došlo i do poremećaja u transmisivskom kanalu monetarne politike. Pod utjecajem takvih nepovoljnih uvjeta bilo je teško ocijeniti središnje ciljeve monetarnog sustava, a to su stabilnost cijena te doprinos monetarne politike tom cilju.

U ovoj je situaciji do velikog izražaja došao pristup „Two pillars“ koji je objedinjavao ekonomski i financijski pristup krizi i tako osigurao odgovarajući odgovor monetarne politike.

Ekonomska analiza omogućila je razumjeti utjecaj vanjskih faktora (npr. cijene nafte) na ekonomiju euro područja, kao i vezu između financijskog sektora i realne ekonomije. Također, pomogla je ECB razumjeti i predvidjeti promjenu inflatornog trenda koji je povezan s prethodnim velikim povećanjem cijena energenata. Monetarna analiza pomogla je u održavanju srednjoročnih ciljeva, s obzirom na temeljnu vezu između novca i inflacije tijekom dužeg razdoblja. Također, doprinijela

je lakšem razumijevanju kretanja monetarnih agregata, bilanci banaka, tržišta novca, cijena imovine te kreditnih tijekova.

U iznimnim okolnostima koje je stvorila financijska kriza, provedba monetarne politike ne uključuje samo odluke vezane uz kamatne stope već donošenje sljedećih ne standardnih mjera:<sup>36</sup>

- Raspodjela punog iznosa likvidnosti s nepromjenjivom kamatnom stopom

U stabilnim razdobljima ECB prilikom provođenja operacija otvorenog tržišta procjenjuje ukupnu potrebu bankarskog sektora za likvidnošću i taj iznos putem aukcija daje bankama uz promjenjivu kamatnu stopu tj. kamatnu stopu koju banke plaćaju sukladno njihovoj ponudi. U razdobljima krize ECB može puni iznos likvidnosti dodijeliti po nepromjenjivoj stopi.

- Proširenje popisa imovine koja je prihvatljiva kao kolateral

Postavljanje minimalnih zahtjeva za kolateral koji banke daju prilikom posuđivanja novca. Kolateralom se štiti Eurosustav od mogućih gubitaka u provođenju operacija monetarne politike. Eurosustav vrši stalni nadzor nad kolateralom i njegovim korištenjem od strane drugih ugovornih strana.

- Dugoročnije osiguravanje likvidnosti

U kriznim razdobljima Eurosustav povećava učestalost i produžuje rok dospijea operacija dugoročnijeg refinanciranja koje se obično provode jednom mjesečno s rokom dospijea od tri mjeseca.

- Osiguravanje likvidnosti u stranim valutama

Eurosustav ima mogućnost osigurati bankama likvidnost u stranim valutama u suradnji s drugim središnjim bankama ukoliko one imaju ograničen pristup toj likvidnosti.

---

<sup>36</sup> Središnja europska banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 28.10.2014.

➤ Promjene stope obvezne pričuve

Kako bi utjecao na potrebe bankarskog sustava za likvidnošću, Eurosustav može promijeniti stopu obvezne pričuve koju banke imaju obvezu držati na računima središnjih banaka.

➤ Izravna kupnja određenih dužničkih vrijednosnih papira

Umjesto da prihvati određenu imovinu kao kolateral, Eurosustav može kupovati dužničke vrijednosne papire i tako utjecati na opću razinu cijena i gospodarske tokove.

Središnje banke, kako bi osigurale nesmetano funkcioniranje tržišta novca, i u uvjetima krize moraju odgovoriti na poremećaje tržišta tako da osiguraju adekvatnu likvidnost. Osim na prekonoćnom tržištu, banke se mogu financirati privlačenjem depozita, prodajom imovina na tržištu te ECB-ovim operacijama refinanciranja.

Iako središnje banke pokušavaju upravljati likvidnošću sustava na način da je potražnja zadovoljena, može doći do situacija kada banke zbog povećanog rizika potražuju i više likvidnosti nego što im treba. ECB politiku likvidnosti nastoji provoditi neutralno, što znači da nastoji ne stvarati preveliki suficit ili deficit likvidnosti koji bi utjecao na snižavanje ili povećanje prekonoćne stope.

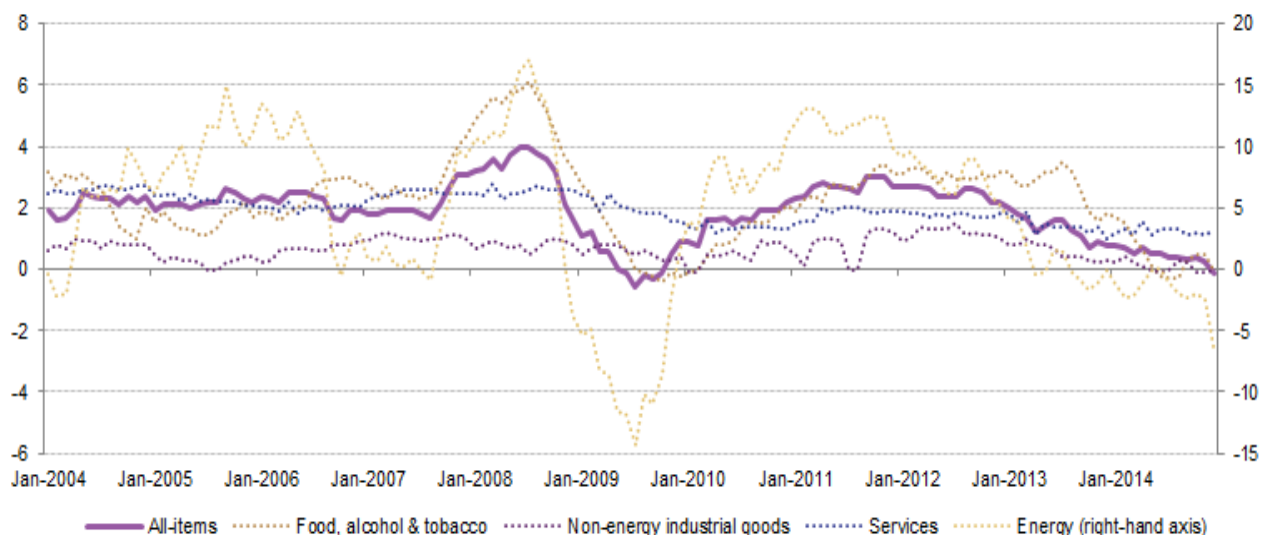
Problemi na novčanom tržištu u razdobljima krize, kao i onom između 2007. i 2009.g., utječu na stabilnost cijelog gospodarstva jer ono određuje uvjete financiranja svih subjekata, od poduzetnika do kućanstava. Kao odgovor, ECB je pokrenula niz mjera koje su značajno odstupale od prakse koja pretpostavlja normalno funkcioniranje transmisijskog mehanizma. Te su mjere uglavnom obuhvaćale proširenu listu kolaterala, aktivniju proviziju likvidnosti, produženje rokova dospijeca, dostupnost financiranja u stranoj valuti i direktnu kupnju imovine na tržištu. No, kako je kriza jačala ECB je dodatno mijenjala svoj operativni okvir primjenjujući "fixed rate full allotment" natječaje koji su već ranije spomenuti u radu. Ova je mjera imala najveći efekt na monetarnu politiku u razdoblju krize jer je omogućila bankama osiguranje potrebne likvidnosti. Ispunjavanjem svih zahtjeva ECB je nastojala smanjiti neizvjesnost financiranja. Jedini je problem bila lista kolaterala koju je ECB proširila pa su tako i nisko utrživi vrijednosni papiri služili kao kolateral za novu likvidnost.



Nakon stabilizacije situacije na financijskim tržištima, ovakve nestandardne mjere se zbog svoje prirode moraju postepeno ukidati kako bi monetarna politika ponovno počela funkcionirati na uobičajen način. Provođenje ovih mjera predugo, dovelo bi do narušavanja bankarskog sektora koji tada ne bi mogao potpomagati gospodarski rast i stabilnost cijena u dugom roku. Istodobno, utjecaj politike smanjivanja kamatne stope i bolja kreditna podrška imat će pozitivan utjecaj na ekonomiju i nakon ukidanja ovih netipičnih mjera monetarne politike.

ECB daje svoj doprinos rješavanju krize i u 2015.g. Predsjednik Središnje europske banke Mario Draghi je u intervjuu za njemački list Handelsblatt 2.veljače izjavio kako postoji rizik od inflacije ukoliko se nastavi razdoblje niske inflacije koja je daleko ispod ciljanih 2%.

Grafikon 8.: Inflacija u Eurozoni od 2004.g.-2014.g.



Izvor: Eurostat, 23.1.2015.g.

Na Grafikonu 8. je prikazana je inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena za razdoblje od 2004.g. do 2014.g. Iz grafa je vidljiv pad opće razine cijena. Inflacija je u prosincu 2014.g. iznosila -0.2% što je za 0.3% manje nego u studenom iste godine. Može se zaključiti da je u Eurozoni prisutna deflacija.

Dodao je kako postoji mogućnost tiskanja dodatne količine novca za kupnju državnih obveznica. To je posljednja opcija koju ECB ima na raspolaganju s obzirom da su sve mjere monetarne politike već provedene. Ova mjera poznata je pod nazivom

kvantitativno monetarno popuštanje, a već su je primijenile neke središnje banke poput Fed-a. Europska središnja banka donijela je u četvrtak 22. Siječnja na zasjedanju odluku kojom se zadržavaju ključne kamatne stope na postojećim razinama, nakon čega je objavljen i ranije najavljeni program mjesečnih kupovina obveznica u iznosu 60 milijardi eura, što je uglavnom u skladu s očekivanjima tržišta. Program će početi u ožujku 2015. godine, a trajat će do kraja rujna 2016.g.<sup>37</sup>

ESB će prema ovom programu kupovati obveznice koje izdaju središnje države europodručja, agencije i europske institucije na sekundarnom tržištu novcem središnje banke. Institucije koje su prodale vrijednosne papire taj novac mogu upotrijebiti za kupnju druge imovine i povećanje kreditiranja realnoga gospodarstva.<sup>38</sup>

ECB je odlučila provesti ovu mjeru jer povećanje likvidnosti, rekordno niske kamatne stope niti kupovina imovine nisu imale pozitivan utjecaj na poticanje inflacije i gospodarski rast. Prema podacima Eurostata, cijene u Eurozoni blago padaju na godišnjoj razini što potiče smanjenje potrošnje zbog očekivanja daljnjeg pada cijena. Ovakva je situacija prijetnja već ionako slabom gospodarskom rastu.

---

<sup>37</sup> Poslovni dnevnik, [www.poslovni.hr](http://www.poslovni.hr), 22.1.2015.g.

<sup>38</sup> Središnja europska banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 22.1.2015.

## 5. MEĐUNARODNI ZNAČAJ EURA I STABILNOST CIJENA

Države članice Eurozone ostvarile su određene pogodnosti uvođenjem eura kao zakonske valute plaćanja. Jedna od značajnih pogodnosti je teže ostvarivanje brze zarade špekulanata zamjenom valuta čime je smanjen pritisak koji utječe na vrijednost eura. Utjecaj eura vidljiv je i u trgovini izvan Eurozone. Velika vrijednost tečaja eura šteti izvoznicima i odbija strane investitore u Eurozoni, ali s druge strane pomaže uvoznicima i investitorima Eurozone u svijetu.

Euro ima značaj i za građane jer olakšava plaćanja na putovanjima unutar Eurozone. Isto tako, pojednostavljena je usporedba cijena dobara i usluga, što dovodi do boljeg funkcioniranja unutarnjeg tržišta i potiče pozitivnu konkurenciju, od čega koristi imaju sami kupci. Upotreba zajedničke valute povećava transparentnost cijena, eliminira troškove mijenjanja valuta, olakšava međunarodnu trgovinu i omogućuje EU-u veći utjecaj u svijetu.

Grafikon 9 : Kretanje tečaja eura u odnosu na američki dolar



Izvor: ECB, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 23.1.2015.g.

Nakon objave novih mjera ECB-a kojima se u optjecaj pušta nova količina eura, jedinstvena valuta Europskog područja zabilježila je najveći dnevni gubitak u posljednje tri

godine. Euro je 22.siječnja 2015. iznosio 1,1258 dolara, što je najniža razina od rujna 2003. godine.<sup>39</sup> Ian Stannard, valutni analitičar u investicijskoj banci Morgan Stanley u Londonu izjavio je kako mjere kvantitativnog ublažavanja koje provodi ECB povećavaju bilancu Središnje europske banke, koja će kreirati dodatnu likvidnost u eurima, stvarajući pritiske na jedinstvenu valutu.

Iako euro nije službena valuta plaćanja u Hrvatskoj, građanima je on dobro poznat na što upućuje podatak HNB-a da otprilike dvije trećine vrijednosti štednje građana u bankama položeno je u eurima (ili je indeksirano uz euro).<sup>40</sup>

Grafikon 10. Odnos eura i kune od 2005.-2015.g.



Izvor: ECB, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 23.1.2015.g.

Od kraja 2011.g. tečaj eura u odnosu na kunu raste uz manja odstupanja. U siječnju 2015.g. doseže maksimum od 7,720 kuna za euro nakon čega je uslijedila devizna intervencija HNB-a. HNB je na tržištu intervenirala iznosom od 326,2 mil. eura i tečajem od 7,697742 kuna za euro čime je od banaka kupila više od 2.5 milijardi kuna.<sup>41</sup> Nakon intervencije, tečaj eura stabilizirao se na 7,697 kuna.

<sup>39</sup> Poslovni dnevnik, [www.poslovni.hr](http://www.poslovni.hr), 22.1.2015.

<sup>40</sup> Hrvatska narodna banka, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), 22.1.2015.

<sup>41</sup> Ibid.

Osnovni cilj Eurosustava je osiguravanje stabilnosti cijena. Stabilnost cijena postiže se ukoliko HICP (harmonizirani indeks potrošačkih cijena) ne prelazi 2% na godišnjoj razini. Vijeće ECB je obznanilo kako će nastojati stopu inflacije držati na 2% u srednjoročnom razdoblju kako bi postigla stabilnost cijena.

Stabilnosti cijena odnosi se na opću razinu cijena u gospodarstvu, što podrazumijeva izbjegavanje dužeg trajanja razdoblja inflacije i deflacije. Postoji mnoštvo argumenata koji potvrđuju koristi postizanja i održavanja stabilnosti cijena. Ona na mnogo načina doprinosi dostizanju visokog stupnja ekonomskog rasta i zaposlenosti: <sup>42</sup>

- osigurava transparentnost realnih cijena zbog čega je lakše donijeti učinkovite odluke glede potrošnje i investicija, čime se dostiže i učinkovita alokacija resursa što u konačnici dovodi do povećanog rasta gospodarstva
- ukoliko se očekuje razdoblje stabilnosti cijena investitori zahtijevaju manju premiju na rizike čime se smanjuju realne kamatne stope, a kao rezultat dolazi povećanje investicija i gospodarski rast
- stabilnost cijena omogućava nisku stopu inflacije zbog čega se gospodarski subjekti odlučuju na investicije umjesto držanja sredstava u mirovanju
- sprječava redistribuciju bogatstva i dohodaka koja se događa u inflacijskim i deflacijskim razdobljima čime se održava socijalna stabilnost

Navedeni argumenti upućuju na to da središnja banka koja održava cjenovnu stabilnost dostiže šire ekonomske ciljeve kao što su povećanje životnog standarda, visoka gospodarska aktivnost te bolje mogućnosti zapošljavanja.

Postavlja se pitanje kako postići stabilnost cijena ili kako je održati ako ona već postoji? Upravo zbog toga Vijeće je donijelo kvantitativnu definiciju stabilnosti cijena. Objavljena definicija daje jasnu viziju glede budućeg kretanja cijena i ujedno pomaže vjerodostojnosti same strategije.

Definicija stabilnosti cijena glasi: cjenovna stabilnost definira se kao godišnji porast harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HICP- Harmonised Indeks of Consumer

---

<sup>42</sup> Središnja europska banka: [www.ecb.com](http://www.ecb.com); „Price stability: Why is it important for you“, izdanje 2011.,str.25.

Prices) na području eura ispod 2%. Cjenovna stabilnost mora se održati u srednjoročnom razdoblju. Ovakvo definiranje stabilnosti ima više koristi:

- predstavlja neku vrstu vodiča pri odlučivanju u monetarnoj politici
- daje točne smjernice vezane uz predviđanje inflacijskih kretanja što dovodi do toga da su inflacijska očekivanja stabilna ili niska
- predstavlja jasno mjerilo na osnovi kojega javnost može ocijeniti djelovanje ECB
- upotreba HICP-a potvrđuje da tijela ECB odluke donose na osnovi događanja i promjena na cijelom području Eurozone i da nisu usmjerene i utemeljene na samo pojedinim zemljama

HICP kojega objavljuje Eurostat je ključno mjerilo gibanja cijena u Eurozoni. Indeks je, zbog preciznijeg mjerenja promjena cijena, usklađen među različitim državama Eurozone. Ovaj indeks najvjernije opisuje promjenu cijena reprezentativne košarice izdataka domaćinstava za potrošnju.

Grafikon 11.: HICP u razdoblju od 1990.g. do 2015.g.



Izvor: Europska centralna banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 15.10.2014.g.

Grafikon 11. prikazuje kretanje HICP-a između 1990. i 2015. g. Pad HICP-a na Europodručju uzrokovan je padom cijena energenata za 6.3%. Cijene hrane, alkohola

i duhana ostale su iste dok je jedini porast zabilježen u sektoru usluga od 1.2%. Inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena iznosila je -0.2% u prosincu 2014.g.<sup>43</sup>

Ključni element monetarne politike je odluka da se stabilnost cijena održi u srednjem roku iako je nejasno koji vremenski okvir obuhvaća taj pojam. Vremensko razdoblje u kojem se provodi monetarna politika nije preporučljivo unaprijed detaljno odrediti, zato što se ranije spomenuti transmisijski mehanizam provlači preko razdoblja koja nisu detaljno određena i koja se mijenjaju. Pretjerano agresivno djelovanje monetarne politike, kojom bi se stabilnost cijena pokušala uspostaviti u kratkom roku, za posljedicu bi moglo imati velike troškove u obliku nestabilnosti proizvodnje i zaposlenosti, što kasnije može utjecati i na promjenu cijena. Zbog toga je postepeno provođenje monetarne politike najprimjerenije jer na taj način ECB daje mogućnost gospodarstvu da se prilagodi i reagira na moguće gospodarske šokove koji se mogu pojaviti.

---

<sup>43</sup> Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>,23.1.2015.

## 6. ZAKLJUČAK

Europska monetarna unija najveći je integracijski proces u Europi koji predstavlja nesmetano kretanje ljudi, informacija, kapitala, djelovanja jedinstvene monetarne politike i kao najvažnije uvođenje zajedničke valute, eura. Europska središnja banka utemeljena je 1.srpnja 1998.g. sa sjedištem u Frankfurtu kao glavni nositelj zajedničke monetarne politike Europske monetarne unije.

Unutar unije, monetarna politika mora biti usklađena što je moguće postići ukoliko je ona centralizirana u skupini monetarnih institucija, a u ovom je primjeru to ECB. Zajednička monetarna politika donosi se na temelju potreba čitave Eurozone, a ne samo pojedine države članice. Znači, države članice ne mogu provoditi vlastitu monetarnu politiku, već je provode kroz odluke i provođenje jedinstvene monetarne politike.

Kao osnovni cilja ECB izdvaja se postizanje cjenovne stabilnosti, dok su mu svi ostali ciljevi podređeni. Monetarna politika ECB mora podupirati i ekonomsku politiku EU ukoliko ona nije na štetu stabilnosti cijena. ECB je svoj primarni cilj, stabilnost cijena definirala kao povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena ispod 2% što znači da se inflacija mora kretati u intervalu između 0 i 2% godišnje.

Uz ovaj primarni cilj ECB je zadužena za definiranje i provođenje monetarne politike, upravljanje deviznim rezervama, provođenje deviznih operacija i brigu za učinkovito funkcioniranje platnog prometa.

Za provođenje monetarne politike Eurozone, ECB se služi instrumentima monetarne politike. To su operacije na otvorenom tržištu, stalne mogućnosti posuđivanja i obvezne rezerve. Važnu ulogu u monetarnoj politici imaju upravo operacije na otvorenom tržištu jer njima se upravlja kratkoročnim kamatnim stopama i likvidnošću te prikazuju izravno djelovanje monetarne politike na financijsko tržište. Stalne mogućnosti posuđivanja omogućavaju povećanje ili apsorpiranje likvidnosti u kratkom roku. Minimalne rezerve potrebne su prije svega za stabiliziranje kamatnih stopa na tržištu novca.



U cilju efikasnog funkcioniranja monetarne unije potreban je jasan i jedinstven proces odlučivanja. Prilikom dizajniranja Eurosustava potrebno je uzeti u obzir želje nacionalnih banaka da zadrže određene ovlasti u formuliranju i provođenju monetarne politike. Od samog nastanka, pa sve do danas, Središnja europska banka, zbog prisutnog rizika za stabilnost cijena, djeluje s određenim oprezom. Njeno nastojanje je da se tekuća inflacija ne pretvori u stalni pritisak u Eurozoni.

U svakom slučaju, jasno je da se EMU suočava sa teškim izazovima, jer je, uvođenjem eura, počelo vođenje zajedničke ekonomske monetarne politike u cjelini.

## POPIS LITERATURE

1. Čalopa, M.K., Cingula, M., Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike, Varaždin, 2009.
2. Felton, A., Reinhart, C., Prva financijska kriza 21.st., NOVUM d.o.o., Centar za istraživanje ekonomske politike, London, 2008.
3. Gregurek, M., Vidaković, N.: Bankarsko poslovanje, RRiF, Zagreb, 2011.
4. Lovrinović, I., Ivanov, M.: Monetarna politika, RRIF, Zagreb, 2009.
5. Mishkin, Frederic S.: Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, osmo izdanje, Zagrebačka škola ekonomije i menadžmenta, Mate, Zagreb, 2010.
6. Perišin, I., Šokman, A., : Monetarno – kreditna politika, Informator, Zagreb 1992.
7. Radošević, D.: Kapitalni tokovi i Europska monetarna unija, Jasenski i Turk, Zagreb, 2012.
8. Vujčić, B.: Euro: Europska monetarna unija i Hrvatska, Massmedia, Zagreb, 2003.

### Internet stranice:

1. Bord of Governors of the Federal Reserve System, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)
2. Europska unija, <http://europa.eu/>
3. Europska središnja banka, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
4. Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>
5. Global rates, [www.global-rates.com](http://www.global-rates.com)
6. Hrvatska narodna banka, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
7. Poslovni dnevnik, [www.poslovni.hr](http://www.poslovni.hr)

**Ostali izvori:**

1. ECB: Monthly bulletin
2. Godišnje izvješće ECB za 2013.g., Europska središnja banka 2014.g.
3. Monetary policy of ESB, European Central Bank, Frankfurt am Main, 2004.
4. Price stability: Why is it important for you“, izdanje 2011.
5. The European central bank, History, role and functions, European central bank, Frankfurt am Main, 2006.
7. The implementation of monetary policy in the euro area, General documentation on Eurosystem policy instruments and procedures, European central bank, January 2012.

POPIS GRAFIKONA	strana
Grafikon 1.:Kretanje ključnih kamatnih stopa ECB-a od 2008.-2013.....	29
Grafikon 2.: Višak rezervi ECB-a od 1999.-2015.....	30
Grafikon 3. : EONIA 2014. ....	31
Grafikon 4.:EURIBOR 2014.....	32
Grafikon 5.:Potrebne rezerve ECB-a od 1999.-2015.....	35
Grafikon 6.:Kretanje monetarnih agregata u razdoblju od 2000. do 2014. (godišnji postotni porast).....	36
Grafikon 7.: Kretanje odabranih komponenti agregata M3 u razdoblju od 2000.g. do 2014.g. (godišnji postotni porast).....	37
Grafikon 8.: Inflacija u Eurozoni od 2004.-2014. ....	48
Grafikon 9 : Kretanje tečaja eura u odnosu na američki dolar.....	50
Grafikon 10. Odnos eura i kune od 2005.-2015.....	51
Grafikon 11.: HICP u razdoblju od 1990. do 2015.....	53

POPIS PRIKAZA strana

Prikaz 1.: Transmisijski mehanizam ECB .....20

Prikaz 2.: Shema provođenja pristupa „Two pillars“ .....42

POPIS TABLICA

Tablica 1.:Definicija monetarnih agregata ECB-a.....33

## OBJAŠNJENJE KRATICA

ECB (European Central Bank) - Središnja europska banka

ECU (European Currency Unit) - europska valutna jedinica

EMI (European Monetary Institute) – Europski monetarni institut

EMS (European Monetary System) – Europski monetarni sustav

EMU (Economic and Monetary Union) – Europska i monetarna unija

ESCB (European System of Central Banks) – Europski sustav središnjih banaka

EU (European Union) – Europska unija

HICP (Harmonised Index of Consumer Prices) – Harmonizirani indeks potrošačkih cijena

NCB (national central bank) – nacionalna centralna banka