



## EUROPSKA MONETARNA POLITIKA

Europski sustav središnjih banaka (ESSB) sastoji se od Europske središnje banke (ESB) i nacionalnih središnjih banaka svih država članica EU-a. Glavni je cilj ESSB-a održati stabilnost cijena. Kako bi se postigao taj glavni cilj, Upravno vijeće ESB-a temelji svoje odluke na strategiji monetarne politike s dvama stupovima i provodi ih koristeći se standardnim i nestandardnim mjerama monetarne politike. Glavni su instrumenti standardne monetarne politike ESB-a operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive mogućnosti i držanje minimalnih pričuva. Kao odgovor na financijsku krizu Europska središnja banka promijenila je i svoju komunikacijsku strategiju pruživši smjernice buduće politike ESB-a u pogledu kamatnih stopa koja ovisi o prognozama stabilnosti cijena te je poduzela niz nestandardnih mjera monetarne politike. Te mjere uključuju kupnju vrijednosnih papira i državnih obveznica na sekundarnom tržištu s ciljem očuvanja stabilnosti cijena i učinkovitosti transmisijskog mehanizma monetarne politike.

### PRAVNA OSNOVA

- Članci 119.–144., članak 219. i članci 282.–284. Ugovora o funkcioniranju Europske unije (UFEU);
- Protokol (br. 4) o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke priložen Ugovoru iz Lisabona.

### CILJEVI

Člankom 127. stavkom 1. UFEU-a utvrđen je glavni cilj Europskog sustava središnjih banaka, a to je održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje navedeni cilj, ESSB podržava opće ekonomske politike u Uniji kako bi doprinio ostvarenju ciljeva Unije. Europski sustav središnjih banaka djeluje u skladu s načelom otvorenog tržišnog gospodarstva sa slobodnim tržišnim natjecanjem, dajući prednost učinkovitoj raspodjeli resursa (članak 127. stavak 1. UFEU-a).

### POSTIGNUĆA

**A.** Glavna načela Europske središnje banke

**1.** Neovisnost Europske središnje banke

Temeljno načelo neovisnosti ESB-a utvrđeno je člankom 130. UFEU-a („Pri izvršavanju ovlasti i obavljanju zadaća i dužnosti koje su im dodijeljene Ugovorima i Statutom ESSB-a i ESB-a, ni Europska središnja banka ni nacionalne središnje banke kao



niti članovi njihovih tijela nadležnih za odlučivanje ne traže i ne primaju naputke od institucija, tijela, ureda ili agencija Unije, bilo koje vlade država članica ili bilo kojeg drugog tijela”). Neovisnost ESB-a također se jamči zabranama iz članka 123. UFEU-a, koje se odnose i na nacionalne središnje banke: zabranjena su prekoračenja po računu i sve druge vrste kredita u korist institucija i tijela Unije, središnjih vlasti, regionalnih, lokalnih ili drugih tijela javne vlasti, ostalih javnopravnih tijela ili javnih poduzeća država članica. Neovisnost ESB-a temelji se na slobodnom izboru instrumenata monetarne politike. Ugovorom se predviđa upotreba tradicionalnih instrumenata (članci 18. i 19. Statuta) te se Upravnom vijeću dopušta da odlučuje o upotrebi drugih metoda (članak 20. Statuta).

## **2. Načela odgovornosti i transparentnosti Europske središnje banke**

Ugovorom (članak 284. UFEU-a) i Statutom (članak 15.) ESB-u se nameće obveza izvješćivanja kako bi se zajamčila njegova vjerodostojnost. ESB najmanje jednom u tri mjeseca sastavlja i objavljuje izvješća o aktivnostima ESSB-a. Konsolidirani financijski izvještaj ESSB-a objavljuje se svaki tjedan. ESB je od samog početka objavljivao mjesečne biltenne koji su sadržavali temeljitu analizu ekonomske situacije te pratili izgled kretanja cijena. Mjesečni bilten zamijenjen je u siječnju 2015. novim Ekonomskim biltenom koji će se objavljivati dva tjedna nakon svake sjednice o monetarnoj politici, s obzirom na novi raspored sjednica Upravnog vijeća o monetarnoj politici koji je uveden u siječnju 2015. te prema kojem će se one održavati svakih šest tjedana. Europska središnja banka objavila je 19. veljače 2015. prvi put izvještaj sa sjednice Upravnog vijeća o monetarnoj politici te se na taj način uskladila s komunikacijskom politikom drugih vodećih središnjih banaka. Europska središnja banka upućuje Europskom parlamentu godišnje izvješće o aktivnostima ESSB-a i monetarnoj politici u prethodnoj i tekućoj godini. ESB odgovara Europskom parlamentu, a članovi Izvršnog odbora ESB-a redovito izlaze pred Parlament te odgovaraju na pitanja.

## **3. Pravila glasovanja u Upravnom vijeću ESB-a (članak 10. stavak 2. Statuta)**

Glasovanje u Upravnom vijeću nekoć se odvijalo prema načelu „jedan član, jedan glas”. Prema Ugovorima EU-a u sustav glasovanja Upravnog vijeća ESB-a mora se uvesti sustav rotacije čim broj država u europodručju prijeđe 18, što se dogodilo 1. siječnja 2015. kada se Litva pridružila europodručju. Cilj je rotacije zajamčiti učinkovitost sustava ESB-a za donošenje odluka čak i u situaciji povećanog broja sudionika. Guverneri iz država europodručja koje prema veličini gospodarstva i financijskog sektora zauzimaju prvih pet mjesta na ljestvici (trenutačno su to Njemačka, Francuska, Italija, Španjolska i Nizozemska) zajedno imaju četiri glasa. Svi ostali (trenutačno njih 14) dijele 11 glasova. Guverneri se izmjenjuju svakog mjeseca u korištenju prava glasa. Članovi Izvršnog odbora ESB-a imaju trajno pravo glasa.

## **B. Strategija monetarne politike Europske središnje banke**

### **1. Pregled**

Upravno vijeće ESB-a složilo se 13. listopada 1998. oko glavnih elemenata svoje strategije monetarne politike, a to su (i.) kvantitativna definicija stabilnosti cijena, (ii.) važna uloga nadzora rasta novčane mase koju predstavlja monetarni agregat i (iii.) široka procjena mogućeg kretanja cijena. Europska središnja banka odlučila se za



monetarnu strategiju koja se temelji na dvama stupovima (stup 1.: ekonomska analiza; stup 2.: monetarna analiza), čije su uloge još jednom određene u ocjeni strategije monetarne politike od 8. svibnja 2003.

## 2. Stabilnost cijena

Stabilnost cijena definira se kao stopa inflacije (godišnje povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena za europodručje) koja je ispod ali blizu 2 % u srednjoročnom razdoblju.

## 3. Prvi stup strategije monetarne politike: ekonomska analiza

U okviru ekonomske analize procjenjuju se kratkoročni do srednjoročni čimbenici koji određuju kretanja cijena. Naglasak je na realnoj aktivnosti i financijskim uvjetima u gospodarstvu. U ekonomskoj analizi uzima se u obzir činjenica da na kretanja cijena u tim vremenskim okvirima u velikoj mjeri utječe interakcija ponude i potražnje na tržištima robe, usluga i čimbenika. U tu svrhu ESB redovito provodi pregled, između ostalog, kretanja u ukupnoj proizvodnji, potražnje i uvjeta na tržištu rada, širokog niza pokazatelja cijena i troškova, fiskalne politike, bilance plaćanja u europodručju i cijena imovine<sup>[1]</sup>.

## 4. Drugi stup strategije monetarne politike: monetarna analiza

Monetarna analiza temelji se na dugotrajnoj vezi između novca i cijena te uglavnom služi kao način dodatne provjere kratkoročnih i srednjoročnih pokazatelja za monetarnu politiku proizašlih iz ekonomske analize. Monetarna analiza sastoji se od detaljne analize monetarnih i kreditnih kretanja u cilju procjene njihova utjecaja na inflaciju i gospodarski rast u budućnosti.

## C. Provedba monetarne politike: instrumenti i postupci

Određivanjem kamatnih stopa po kojima komercijalne banke od središnje banke mogu dobiti novac monetarna politika ESB-a neizravno utječe na kamatne stope u gospodarstvu cijelog europodručja, posebno na stope za kredite koje dodjeljuju komercijalne banke te za štedne uloge. Europska središnja banka koristi cijeli niz instrumenata za provedbu svoje monetarne politike.

### 1. Operacije na otvorenom tržištu

Operacije na otvorenom tržištu igraju važnu ulogu u usmjeravanju kamatnih stopa, upravljanju likvidnosti na tržištu te signaliziranju smjera monetarne politike. Redovne operacije Eurosustava na otvorenom tržištu sastoje se od operacija puštanja likvidnosti s dospelom od jednog tjedna u eurima (glavne operacije refinanciranja) i tromjesečne operacije puštanja likvidnosti u eurima (operacije dugoročnijeg refinanciranja). Svrha je glavnih operacija refinanciranja usmjeravanje kratkoročnih kamatnih stopa, upravljanje stanjem likvidnosti i signaliziranje smjera monetarne politike u europodručju, dok se operacijama dugoročnijeg refinanciranja financijskom sektoru pruža dodatno, dugoročnije refinanciranje.

Manje redovne operacije na otvorenom tržištu jesu operacije fine prilagodbe i strukturne operacije. Cilj je operacija fine prilagodbe upravljanje neočekivanim oscilacijama

---

[1] Opis dvaju stupova preuzet je iz publikacije: Monetarna politika ESB-a (2011.), <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>



likvidnosti na tržištu, posebno kako bi se ublažili učinci na kamatne stope, dok se strukturne operacije upotrebljavaju u prvom redu za prilagodbu strukturnog položaja Eurosustava u odnosu na financijski sektor na trajnoj osnovi.

## 2. Stalno raspoložive mogućnosti

Stalno raspoložive mogućnosti puštaju ili povlače likvidnost s prekonoćnim dospijanjem, a EONIA (prekonoćna kamatna stopa) mjeri efektivnu kamatnu stopu koja prevladava na međubankovnom prekonoćnom tržištu. Eurosustav kreditnim institucijama nudi dvije stalno raspoložive mogućnosti: mogućnost granične posudbe od središnje banke, kako bi se dobila prekonoćna likvidnost od središnje banke na temelju dostatnih i prihvatljivih jamstava, i mogućnost novčanih depozita, kako bi se plasirali prekonoćni depoziti preko središnje banke.

## 3. Držanje minimalnih obveznih pričuva

U skladu s člankom 19. stavkom 1. Statuta, Europska središnja banka može od kreditnih institucija osnovanih u državama članicama zahtijevati držanje minimalnih obveznih pričuva na računu u ESB-u i nacionalnim središnjim bankama. Cilj minimalnih obveznih pričuva jest stabilizirati kratkoročne kamatne stope na tržištu i stvoriti (ili povećati) strukturni manjak likvidnosti u bankovnom sustavu u odnosu na Eurosustav, čime se olakšava kontrola kamatnih stopa tržišta novca redovnom raspodjelom likvidnosti. Upravno vijeće određuje način izračuna i utvrđivanje količine koja je potrebna.

## 4. Nestandardne mjere monetarne politike i odgovor na krizu od 2007.: smjernice buduće politike i programi kupnje vrijednosnih papira

Europska središnja banka od srpnja 2013. pruža smjernice buduće politike kamatnih stopa. Pružanje smjernica buduće politike predstavlja znatnu promjenu u komunikacijskoj strategiji ESB-a jer ono obuhvaća komunikaciju ne samo o ESB-ovoj procjeni trenutačnih gospodarskih uvjeta i srednjoročnih opasnosti za stabilnost cijena, nego i o tome što ta procjena znači za budući smjer monetarne politike ESB-a.

Osim toga od 2009. provedeno je nekoliko programa kupnje vrijednosnih papira u cilju poticanja rasta u europodručju i u skladu s ciljem postizanja stope inflacije koja je ispod ali blizu 2 % u srednjoročnom razdoblju. ESB je 2009. i 2011. godine pokrenuo dva programa kupnje pokrivenih obveznica (CBPP i CBPP2). Od 10. svibnja 2010. do veljače 2012. ESB je provodio intervencije na tržištima dužničkih vrijednosnih papira u sklopu programa za tržišta vrijednosnih papira (SMP). U kolovozu 2012. ESB je najavio mogućnost provođenja izravnih operacija na otvorenom tržištu (OMT) na sekundarnim tržištima državnih obveznica s ciljem jamčenja odgovarajuće transmisije monetarne politike i očuvanja jedinstva svoje monetarne politike. U lipnju 2014. najavio je niz ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO) kojima je svrha u razdoblju od dvije godine poboljšati bankovno kreditiranje nefinancijskog privatnog sektora u europodručju, ne uključujući stambene kredite kućanstvima. ESB je u rujnu 2014. najavio dva nova programa kupnje: program kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (ABSPP) i treći program kupnje pokrivenih obveznica (CBPP3), kojima je cilj pojačati transmisiju monetarne politike, poduprijeti kreditiranje gospodarstva europodručja i, kao rezultat toga, omogućiti daljnju akomodaciju monetarne politike. ESB je 9. ožujka 2015. u sklopu programa kupnje u javnom sektoru (PSPP)



pokrenuo kupnju obveznica na sekundarnom tržištu koje su izdale središnje vlasti te određene agencije i međunarodne ili nadnacionalne institucije koje se nalaze u europodručju. Programi ABSPP, CBPP3 i PSPP zajedno tvore prošireni program kupnje vrijednosnih papira (EAPP), čiji mjesečni iznosi kupnje iznose 60 milijardi EUR. ESB je 10. ožujka 2016. odlučio povećati trenutni mjesečni iznos kupnje vrijednosnih papira na 80 milijardi EUR, povećati ograničenja izdavatelja i ograničenja izdanja za kupnju vrijednosnih papira s 33 % na 50 %, uvrstiti obveznice nominirane u eurima s investicijskim rejtingom koje izdaju nebankovne korporacije s nastanom u europodručju na popis prihvatljive imovine i započeti novi niz četiriju ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja, s početkom u lipnju 2016., od kojih svaka ima dospijeće od četiri godine. Svrha je tih novih operacija osnažiti akomodativnu monetarnu politiku ESB-a i ojačati prijenos monetarne politike daljnjim poticanjem bankarskog kreditiranja. Provodit će se sve dok ESB ne zaključi da je došlo do postojane prilagodbe inflacijskih kretanja u skladu s ciljem postizanja stope inflacije koja je ispod ali blizu 2 % u srednjoročnom razdoblju. Upravno vijeće ESB-a odlučilo je 8. prosinca 2016. da će mjesečni iznos kupnje vrijednosnih papira držati na razini od 80 milijardi EUR do ožujka 2017. Od travnja 2017. do prosinca 2017., a bude li potrebno i kasnije, mjesečni iznos kupnje bit će 60 milijardi EUR. ESB je također odlučio prilagoditi neke od parametara svojeg programa kupnje vrijednosnih papira s učinkom od siječnja 2017.: najmanje preostalo dospijeće prihvatljivih vrijednosnih papira u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira javnog sektora smanjeno je s dvije godine na godinu dana, a kupnja vrijednosnih papira s prinosom do dospijeća nižim od kamatne stope ESB-a na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja bit će dopuštena u sklopu proširenog programa kupnje vrijednosnih papira, u mjeri u kojoj je to potrebno.

## **ULOGA EUROPSKOG PARLAMENTA**

Na temelju članka 284. stavka 3. UFEU-a i članka 15. stavka 3. Statuta ESSB-a predsjednik ESB-a dužan je podnijeti godišnje izvješće Parlamentu. U svojoj Rezoluciji od 25. veljače 2016. o Godišnjem izvješću Europske središnje banke za 2014. Parlament je istaknuo potrebu za poboljšanjem financijskih uvjeta i za javna i za privatna ulaganja, upozorio je na financijske rizike koje mogu prouzročiti dugotrajno niske kamatne stope u nekim državama članicama te na visoke i različite razine javne i privatne zaduženosti, pozdravio je odluku ESB-a da objavljuje sažetke zapisnika sa svojih sastanaka te je naglasio potrebu za demokratskom odgovornošću u svjetlu novih zadaća koje su povjerene ESB-u u pogledu nadzornih aktivnosti. U skladu s ustaljenom praksom predsjednik ESB-a četiri puta godišnje izlazi pred Odbor Parlamenta za ekonomsku i monetarnu politiku (ECON) kako bi objasnio odluke ESB-a o politikama i odgovorio na pitanja članova odbora (monetarni dijalog). Te su sjednice otvorene za javnost, a prijepisi se objavljuju na mrežnim stranicama Parlamenta i ESB-a.

[Dario Paternoster / Dirk Verbeken / Dražen Rakić](#)  
05/2019

