

# Priopćenja ESB i kretanje financijskih tržišta tijekom krize europodručja

---

**Petrović, Danijel**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2017**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:576886>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-12-31**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**DANIJEL PETROVIĆ**

**PRIOPĆENJA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE  
I KRETANJE FINANCIJSKIH TRŽIŠTA TIJEKOM  
KRIZE EUROPODRUČJA**

Diplomski rad

Pula, 2017.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**DANIJEL PETROVIĆ**

**PRIOPĆENJA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE  
I KRETANJE FINACIJSKIH TRŽIŠTA TIJEKOM  
KRIZE EUROPODRUČJA**

Diplomski rad

**JMBAG: 0303035153, redoviti student  
Studijski smjer: Financijski management**

**Predmet: Upravljanje institucijama i tržištima Europske unije  
Znanstveno područje: Društvene znanosti  
Znanstveno polje: Ekonomija  
Znanstvena grana: Financije**

**Mentorica: doc. dr. sc. Marta Božina Beroš**

Pula, rujan 2017.



## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani \_\_\_\_\_, kandidat za magistra ekonomije/poslovne ekonomije ovime izjavljujem da je ovaj Diplomski rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Diplomskog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student

---

U Puli, \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godine



## IZJAVA

o korištenju autorskog djela

Ja, \_\_\_\_\_ dajem odobrenje Sveučilištu  
Jurja Dobrile

u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj diplomski rad pod nazivom

\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_ koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama.

Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, \_\_\_\_\_

Potpis

\_\_\_\_\_

## SADRŽAJ

<b>1. Uvod.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Europska središnja banka i jedinstvena monetarna politika .....</b>	<b>4</b>
2.1. Institucionalni okvir Europske središnje banke .....	4
2.2. Monetarna politika Europske središnje banke i njeni instrumenti .....	7
2.3. Financijska stabilnost, krizne situacije i nekonvencionalne mjere monetarne politike Europske središnje banke .....	16
<b>3. Priopćenja središnjih banaka i njihova važnost .....</b>	<b>25</b>
3.1. Komunikacija kao preduvjet transparentnosti .....	25
3.2. Politika budućih smjernica.....	32
3.3. Ekonomski učinci priopćenja središnjih banaka .....	39
<b>4. Komparativna analiza utjecaja komunikacija Europske središnje banke na financijska tržišta.....</b>	<b>44</b>
4.1. Zapisnici sastanka vijeća za monetarnu politiku i rezultati glasovanja o odluci monetarne politike.....	46
4.2. Izjave i konferencije za medije .....	47
4.3. Govori i intervjui.....	52
4.4. Pisane publikacije .....	55
<b>5. Utjecaj priopćenja Europske središnje banke na financijska tržišta.. ..</b>	<b>58</b>
5.1. Tržište novca i devizno tržište .....	58
5.2. Tržište kapitala (dionica i obveznica) .....	67
<b>6. Zaključak.....</b>	<b>74</b>
<b>Literatura .....</b>	<b>76</b>
<b>Popis tablica.....</b>	<b>81</b>
<b>Popis slika .....</b>	<b>82</b>

<b>Popis grafikona .....</b>	<b>82</b>
<b>Sažetak .....</b>	<b>83</b>
<b>Summary.....</b>	<b>84</b>

# 1. Uvod

Suvremene središnje banke koriste se brojnim monetarnim instrumentima u provođenju vlastite monetarne politike. Instrumenti konvencionalne monetarne politike prvenstveno se odnose na određivanje referentnih kamatnih stopa, politike obveznih pričuva, deviznih intervencija i kratkoročnih intervencija na pojedinim dijelovima financijskih tržišta. Sukladno tome utjecaj na gospodarstvo u cilju ostvarivanja ciljane stope inflacije od strane Europske središnje banke (dalje u tekstu: ESB) postiže se prvenstveno prije navedenim instrumentima koji imaju konkretan utjecaj na financijska tržišta, te na ekonomiju u cijelosti. Jedan od novijih instrumenata monetarne politike jesu priopćenja ili komunikacije središnjih banaka pomoću kojih se informacije prenose sudionicima financijskih tržišta. Ovim instrumentom, središnje banke prenose informacije o smjeru monetarne politike, očekivanom kretanju gospodarstva, procijeni kretanja inflacije te o mogućem djelovanju središnje banke u budućnosti.

Utjecaj priopćenja središnjih banaka na financijska tržišta sve je više u fokusu istraživačkih radova u proteklih dvadeset godina, poput Blinder et. al. (2008.) koji daje pregled radova koji se bave problematikom priopćenja središnjih banaka ili Rosa i Verga (2005., 2008.) koji nakon izrade rječnika izjava predsjednika ESB-a nastoje kvantificirati njihov utjecaj na financijska tržišta. Nadalje, tu su i De Haan (2008.) koji utvrđuje kakav je i koliki utjecaj priopćenja na kamatne stope i Mishkin (2011.) koji istražuje utjecaj svjetske financijske i ekonomske krize 2008. godine na monetarnu politiku suvremenih središnjih banaka. Sve veći interes za ovim monetarnim instrumentom javlja se kao posljedica svjetske krize, a zatim i krize europodručja, u čijem je razdoblju ESB bila prisiljena koristiti se nekonvencionalnim monetarnim instrumentima kako bi očuvala stabilnost i likvidnost financijskih tržišta, dok je priopćenja koristila kao instrument putem kojeg je pojašnjavala nekonvencionalne mjere te istovremeno pripremala financijska tržišta na implementaciju tih istih mjera.

Ovaj diplomski rad nastao je kao nastavak seminarskog rada na temu „Monetarna politika ESB tijekom financijske krize“ u kojem je do izražaja došla složenost monetarne politike i njenog transmisijskog mehanizma, ali i kao post-krizna nadogradnja rada od M. J. Lamla i S. M. Rupperecht pod nazivom „*The Impact of ECB Communication on Financial Market Expectations*“ koji je objavljen 2006. godine. Vrijedna pomoć bio je rad autorice Nakić pod nazivom „*Komunikacija središnje banke*“



– *novi instrument monetarne politike*“ objavljenog u 2015. godini. Uzimajući u obzir ova istraživanja, ovaj diplomski rad nastoji utvrditi imaju li, i koliki, utjecaj priopćenja ESB na kretanja financijskih tržišta.

Cilj diplomskog rada jest, na temelju dostupne literature i konkretnih pokazatelja na financijskim tržištima, provesti analizu utjecaja priopćenja ESB na kretanja financijskih tržišta tijekom krize europodručja. Pod utjecajem na financijska tržišta od strane priopćenja podrazumijeva se sposobnost ESB-a da poveća volatilnost financijskih tržišta u kratkom roku, drugim riječima sposobnost ESB-a da „pokrene“ tržišta u željenom smjeru, što je vidljivo kroz promjene u volatilnosti tromjesečnog Euribor futures-a, deviznog tečaja i dioničkih indeksa na dane odluke monetarne politike.

U drugom poglavlju rada detaljnije se pojašnjava jedinstvena monetarna politika ESB, kojim se instrumentima koristi, te kako središnja banka utječe na gospodarstvo koristeći se tim instrumentima. Nadalje, u istom poglavlju ukratko se daje kontekst razvoja svjetske financijske i ekonomske krize, čija je posljedica indirektno, i kriza europodručja. U ovom dijelu rada pojašnjava se zašto je (i kako) ESB intervenirala za vrijeme obiju kriza, te zašto su nekonvencionalne mjere monetarne politike, a među njima i priopćenja ESB, bile izrazito važne u očuvanju financijske stabilnosti.

Treće poglavlje detaljnije razrađuje teoretske pretpostavke uporabe priopćenja središnjih banaka u cilju provođenja efikasnije monetarne politike. U ovom poglavlju navode se prednosti i nedostaci korištenja priopćenja središnjih banaka u provođenju monetarne politike. Nadalje, navode se sve informacije koje središnje banke moraju pružiti javnosti kako bi zaista bile transparentne. Također se u ovom poglavlju razmatraju pojmovi koji su usko povezani s priopćenjima središnjih banaka, poput asimetričnosti informacija i društvene odgovornosti. U nastavku istog poglavlja navode se ekonomski učinci priopćenja središnjih banaka, te se navode pristupi mjerenja učinaka priopćenja na financijska tržišta i njihovi nedostaci.

Četvrto poglavlje odnosi se na analizu empirijskih istraživanja koja nastoje utvrditi koliki i kakav je utjecaj raznih priopćenja središnjih banaka, a prvenstveno ESB na financijska tržišta. U ovom poglavlju razmatra se utjecaj komunikacijskih kanala poput zapisnika sastanaka i rezultata glasovanja, uvodnih izjava, govora i intervjua te pisanih publikacija. U petom poglavlju prikazana su kretanja glavnih, referentnih varijabli financijskih tržišta, poput Euribora, deviznog tečaja eura u odnosu na američki dolar te

kamatnih stopa na državne obveznice i dioničkog indeksa S&P Europe 350. Navedeni pokazatelji odabrani su iz razloga što predstavljaju referentne vrijednosti financijskih tržišta na koje priopćenja imaju najznačajniji utjecaj, koji se dalje putem monetarnog transmisijskog mehanizma širi i na tržišta realne ekonomije.

Posljednje, šesto poglavlje predstavlja zaključak ovog rada i na temelju prikazanih dokaza, potkrijepljenih rezultatima brojnih empirijskih istraživanja potvrđuje tezu da priopćenja ESB kao instrument monetarne politike imaju značajan utjecaj na subjekte financijskih tržišta i važnu ulogu u upravljanju ekonomijom europodručja.

Prilikom izrade rada korišteni su mnogobrojni i različiti izvori podataka poput empirijskih istraživanja, članaka, govora i izjava predsjednika ESB-a i članova Izvršnog odbora. Istraživanje je provedeno brojnim znanstveno-istraživačkim metodama poput: povijesne, deskriptivne, sintetičke, deduktivne, analitičke, komparativne i statističke metode.

## **2. Europska središnja banka i jedinstvena monetarna politika**

U ovom poglavlju ukratko se pojašnjava institucionalni okvir i jedinstvena monetarna politika ESB-a. Svrha ovog poglavlja jest pojasniti kojim se instrumentima ESB koristi u provođenju monetarne politike, te kako se odluke monetarne politike odražavaju na ekonomiju u cjelini. Cilj poglavlja nije detaljna razrada monetarne politike ESB, već pružanje teorijskog okvira koji predstavlja uvod sljedećem poglavlju u kojem se razrađuje fokus ovog diplomskog rada, odnosno priopćenja središnjih banaka kao instrument suvremene monetarne politike.

Uvođenjem jedinstvene valute 1999. godine Europska unija krenula je korak dalje u integraciji država članica i stvaranju zajedničkog tržišta. Uvođenjem eura ESB preuzima odgovornost za provođenje monetarne politike za sve članice europodručja kao supranacionalna institucija. Prvi pravi test uspješnosti ESB-a u provođenju monetarne politike europodručja pojavio se u obliku svjetske krize od 2008. do 2009. godine te dužničke krize europodručja koja je trajala od 2010. do 2011. godine. U tom je razdoblju ESB zbog niskih kamatnih stopa i nepravilnog funkcioniranja monetarnog transmisijskog mehanizma bila prisiljena uvesti nekonvencionalne mjere monetarne politike u cilju očuvanja financijske stabilnosti i oporavka ekonomije.

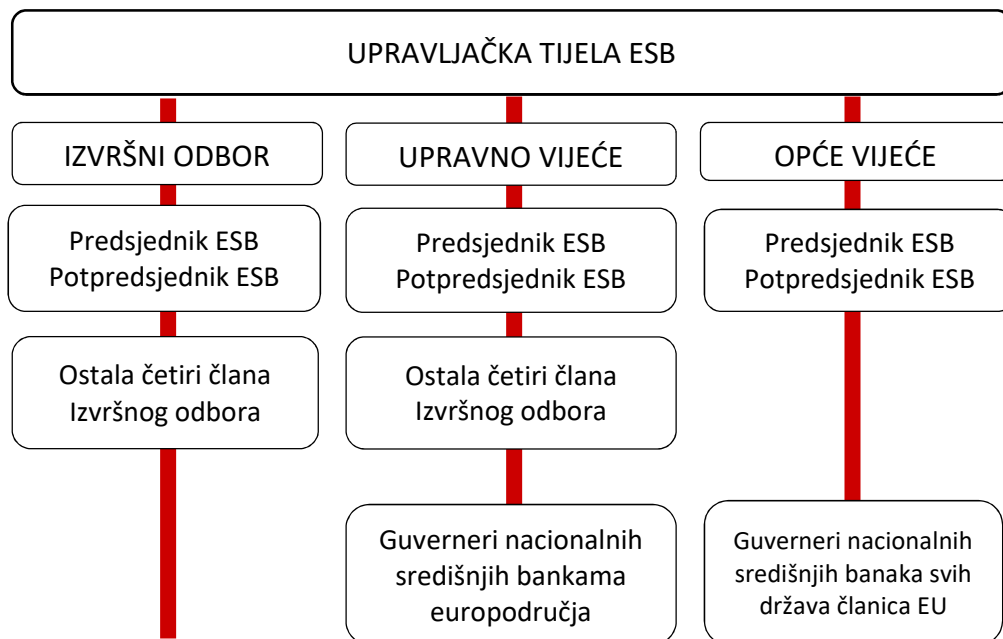
### **2.1. Institucionalni okvir Europske središnje banke**

Europska središnja banka središnja je banka 19 zemalja članica Europske unije koje su prihvatile euro. Glavni zadatak ESB-a jest održavanje cijena stabilnim u europodručju kako bi se očuvala kupovna moć jedinstvene valute (eura) (Ugovor o funkcioniranju Europske unije, dalje u tekstu kraticom na engleskom jeziku - TFEU, čl. 127.). Kako bi ESB što bolje održavala stabilnost cijena na tržištima europodručja bitna je njena neovisnost koja je utvrđena Ugovorom i Statutom ESB. Zajedno s nacionalnim središnjim bankama svih država članica Europske unije (EU) ESB sačinjava Europski sustav središnjih banaka (ESSB), dok europodručje ili Eurosustav sačinjavaju ESB i nationale središnje banke (NSB) onih država članica koje su uvele euro kao sredstvo plaćanja (Europska središnja banka, 2017.).

Donošenje odluka monetarne politike u ESB-u temelji se na tzv. kolokvijalnom pristupu, odnosno savjetodavnim razgovorom i diskusijom svih dionika monetarne politike u cilju donošenja jedinstvene odluke, drugim riječima odluke se donose konsenzusom. Ovaj se konsenzus odnosi na upravljačka tijela ESB-a (Slika 1.), a to

su Izvršni odbor, Upravno vijeće te Opće vijeće (Europska središnja banka, 2011.). Izvršni odbor sastoji se od šest članova: predsjednika, potpredsjednika i još četiri člana. Članovi odbora imenovani su od strane Europskog vijeća. Izvršni odbor zadužen je za svakodnevno provođenje monetarne politike europodručja u skladu s navedenim smjernicama i odlukama donesenih od strane Upravnog vijeća. Izvršni odbor nadalje, daje upute nacionalnim središnjim bankama europodručja u cilju provođenja jedinstvene monetarne politike (Europska središnja banka, 2017.).

**Slika 1. Upravljačka tijela ESB**



Izvor: **ESB (2011.)** „The monetary policy of the ECB“, str. 18 Frankfurt, [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> (25.7.2017.)

Upravno vijeće sastoji se od šest članova Izvršnog odbora i devetnaest guvernera nacionalnih središnjih banaka europodručja. Upravno vijeće usvaja i donosi odluke koje su neophodne za obavljanje zadaća dodijeljenih ESB-u i Eurosustavu. Najvažnije funkcije ovog tijela jesu provođenje monetarne politike europodručja, drugim riječima definiranje monetarnih ciljeva, upravljanje monetarnim instrumentima unutar europodručja (poput ključnih kamatnih stopa, obveznih pričuva itd.), te utvrđivanje smjernica potrebnih za primjenu tih odluka. Upravno vijeće sastaje se dvaput mjesečno, s time da se svakih šest tjedana ocjenjuju gospodarska i monetarna kretanja te se donosi odluka o monetarnoj politici. Prilikom donošenja odluka monetarne politike članovi Upravnog vijeća ne smiju odlučivati u nacionalnom interesu, već neovisno i prema vlastitim individualnim načelima. Upravno vijeće odluke donosi jednostavnom

većinom, a odluke monetarne politike u načelu se donose konsenzusom članova Upravnog vijeća (Europska središnja banka, 2011.).

Odluke monetarne politike objavljuju se nakon sastanka Upravnog vijeća u 13:45<sup>h</sup>, a nakon 45 minuta, u 14:30<sup>h</sup> predsjednik zajedno s potpredsjednikom ESB-a održava konferenciju za medije (Europska središnja banka, 2017.). Na toj konferenciji predsjednik ESB-a prvo daje uvodnu izjavu koja donosi argumente i pojašnjenja odluke vezane uz monetarnu politiku od strane Upravnog vijeća. Nadalje, u drugom dijelu konferencije predsjednik ESB-a zajedno s potpredsjednikom odgovara na pitanja novinara (*tzv. questions and answers ili Q&A*) vezanih uz donesenu odluku monetarne politike, njen utjecaj na tržišta te stav ESB o budućim ekonomskim kretanjima (Europska središnja banka, 2017.). Upravo je ovaj slijed događaja od velike važnosti u kontekstu komunikacija ESB-a kao instrumenta monetarne politike jer nakon što je objavljena odluka monetarne politike, predsjednik ESB-a ima mogućnost u svojoj uvodnoj izjavi, a kasnije odgovaranjem na pitanja publike, pojasniti stavove ESB-a te pružiti detaljnije informacije o budućim potezima središnje banke (politika budućih smjernica). S druge strane, utjecaj izjave predsjednika ESB-a na financijska tržišta moguće je mjeriti zbog vremenskog razmaka od 45 minuta između objave odluke monetarne politike i izjave jer financijska tržišta u tom razmaku svoja očekivanja o budućem kretanju kamatnih stopa prilagode odnesenoj odluci. Stoga, pod pretpostavkom da na dan odluke monetarne politike donesena odluka dominira tržištem, promjene u očekivanjima i volatilnosti financijskih tržišta (novčanog tržišta) tijekom i nakon izjave predsjednika ESB-a rezultat su reakcije sudionika financijskih tržišta na informacije iz izjave.

Opće vijeće ESB-a čine predsjednik i potpredsjednik ESB-a te guverneri svih nacionalnih središnjih banaka država članica EU (19 guvernera NSB država članica europodručja i 9 država članica izvan europodručja). Preostali članovi Izvršnog odbora s predsjednikom Vijeća EU-a i jednim članom Europske komisije mogu sudjelovati na sastancima Općeg vijeća, iako nemaju pravo glasa. Opće vijeće predstavlja prijelazno tijelo jer će ono biti raspušteno onog trenutka kad sve članice EU-a uvedu jedinstvenu valutu sukladno Statutom Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke. Opće vijeće ima savjetodavnu ulogu ESB-u, te sudjeluje u prikupljanju statističkih informacija i pripremi godišnjih izvješća ESB-a. Nadalje, ovo tijelo pridonosi uspostavi standardiziranog evidentiranja i izvještavanja o poslovanju NSB, određivanju

uvjeta zapošljavanja u ESB-u i potrebnim pripremama za neopozivo utvrđivanje tečaja valuta „država članica EU-a s odstupanjem“ prema euru. Svim navedenim tijelima predsjedava predsjednik ESB-a, a u njegovoj odsutnosti njegov potpredsjednik kako je vidljivo u Slici 1. (Europska središnja banka, 2017.).

## **2.2. Monetarna politika Europske središnje banke i njeni instrumenti**

Monetarna politika ESB provodi se s ciljem održavanja stabilnosti cijena, a glavni cilj ESB je održavanje stope inflacije ispod, ali blizu 2% (Europska središnja banka, 2017). Stopa inflacije mjeri se putem harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (eng. Harmonised Index of Consumer Prices - HICP) na godišnjoj razini (Europska središnja banka, 2017).

Monetarnu politiku ESB provodi primjenjujući različite monetarne instrumente, a koje možemo podijeliti na (Tablica 1.):

1. Operacije na otvorenom tržištu,
2. Stalno raspoložive mogućnosti i
3. Obveznu pričuvu (nije prikazana u Tablici 1).

Operacije na otvorenom tržištu podrazumijevaju: glavne i dugoročne operacije refinanciranja (*eng main refinancing operations – MRO i long-term refinancing operations - LTRO*), operacije finog prilagođavanja i strukturne operacije.

Među ovim instrumentima najveću važnost imaju glavne operacije refinanciranja (dalje u tekstu: GOR) pomoću kojih ESB određuje minimalnu kamatnu stopu na međubankovnom tržištu u kratkom roku, dok na duži rok utječu dugoročne operacije refinanciranja. Operacije na tržištu ovog tipa imaju unaprijed utvrđeno dospeljeće (tjedno - tromjesečno) i učestalost njihovog korištenja (tjedno - mjesečno). Provođenje operacija refinanciranja središnja banka unaprijed objavljuje, te na taj način priprema financijska tržišta na promjenu kamatnih stopa i umanjuje efekt iznenađenja (Europska središnja banka, 2011.).

U situacijama kada ESB mora brzo i ciljano djelovati na tržištu koristi se operacijama finog prilagođavanja i strukturnim operacijama kako bi pravovremeno ublažila iznenadne šokove i tenzije na tržištu. Operacije finog prilagođavanja i strukturne operacije u načelu se odnose na repo ugovore, transakcije putem kojih ESB kupuje ili

prodaje vrijednosne papire te na taj način utječe na likvidnost tržišta. Ovi instrumenti nemaju točno utvrđeno dospijeće, ni učestalost njihova korištenja, što ESB-u daje veću slobodu u korištenju ovih monetarnih instrumenata.

**Tablica 1. Monetarni instrumenti ESB**

<i>Instrumenti monetarne politike</i>	<b>Opskrba likvidnošću</b>	<b>Apsorpcija likvidnosti</b>	<b>Dospijeće operacije</b>	<b>Učestalost</b>
<b>1. Operacije na otvorenom tržištu</b>				
<b>Glavne operacije refinanciranja</b>	Reverzne transakcije (repo transakcije)	--	Tjedan dana	Tjedno
<b>Dugoročnije operacije refinanciranja</b>	Reverzne transakcije	--	Tri mjeseca	Mjesečno
<b>Operacije finog prilagođavanja</b>	Reverzne transakcije	Reverzne transakcije	Nestandarizirano	Neregularno
	Devizni swap	Skup dugoročnih depozita  Devizni swap		
<b>Strukturne operacije</b>	Reverzne transakcije	Osiguranje ESB dužničkih certifikata	Nestandarizirano/ Standarizirano	Regularno/ neregularno
	Izravne monetarne transakcije <sup>1</sup> (kupnja)	Izravne monetarne transakcije (prodaja)	-	Neregularno
<b>2. Stalno raspoložive mogućnosti</b>				
<b>Pogodnosti kreditiranja banaka od strane ESB „kreditor u nuždi“</b>	Reverzne transakcije	-	Prekonočno	Na zahtjev banke
<b>Mogućnost deponiranja sredstava (prekonočni depozit)</b>	-	Depoziti	Prekonočno	Na zahtjev banke

Izvor: **ESB (2011.)**, „*The monetary policy of the ECB*“ str. 95 [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> (25.7.2017.)

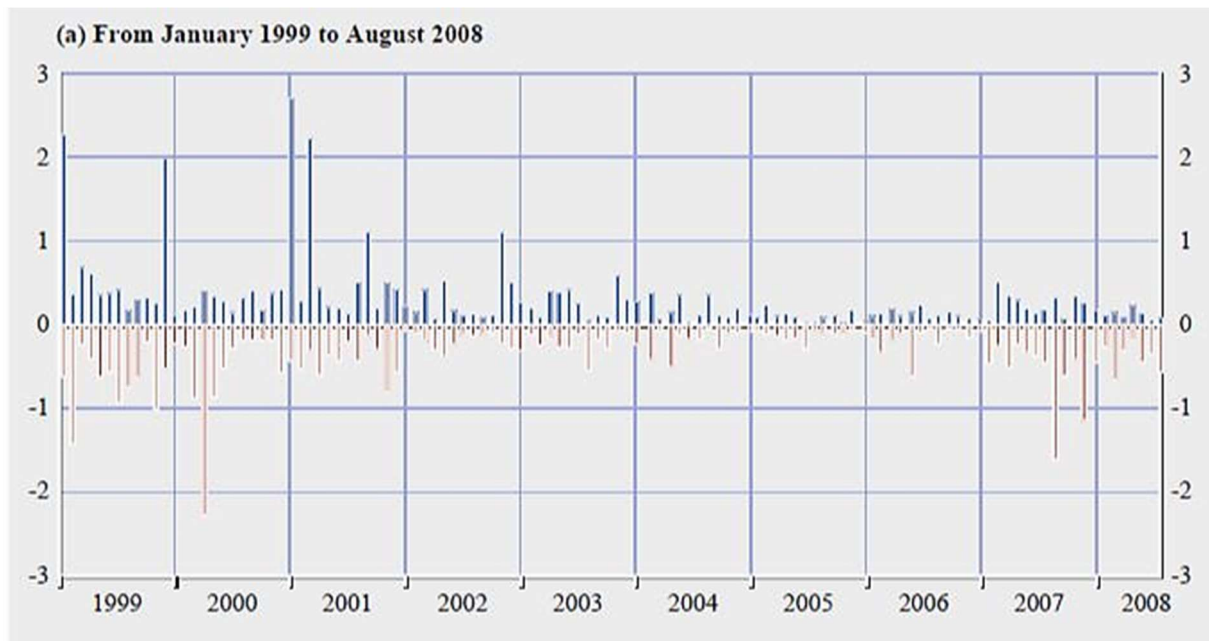
Stalno raspoložive mogućnosti podrazumijevaju mogućnost deponiranja viškova sredstava kreditnih institucija kod ESB-a i sposobnost kreditiranja kreditnih institucija u nuždi od strane ESB-a. Stalno raspoložive mogućnosti kreditne institucije koriste jedino kao posljednju opciju iz razloga što je kamatna stopa na deponirana sredstva daleko niža od onih na tržištu, dok su kamatne stope na pozajmljena sredstva od strane ESB-a daleko više od onih na tržištu. Na primjer, 8. lipnja 2017. godine ESB

<sup>1</sup> Eng. Outright monetary transactions (OMT)

referentne kamatne stope zadržava nepromijenjenima (0,00%), kamata na prekonoćne depozite iznosi -0,40%, kamata na prekonoćne kredite iznosi 0,25% (Europska središnja banka, 2017.) dok je Euribor na mjesečnoj razini u lipnju 2017. godine iznosio -0,374% (<http://www.euribor-rates.eu>, 2017.).

Instrumenti stalno raspoloživih mogućnosti češće se koriste u situacijama povećane neizvjesnosti poput razdoblja svjetske financijske i ekonomske krize dok u razdobljima ekonomskog rasta ovi instrumenti bankama nisu privlačni, što je vidljivo Grafikonima 1. i 2. koji pokazuju dnevnu prosječnu iskorištenost stalno raspoloživih mogućnosti od siječnja 1999. godine do siječnja 2011. godine. Grafikon 1. prikazuje razdoblje od siječnja 1999. godine do kolovoza 2008. godine. Plavi stupci predstavljaju prekonoćne kredite od strane ESB (kreditor u nuždi), dok su deponirana sredstva na računu ESB-a označena crvenom bojom. Iznosi posuđenih i deponiranih sredstava u prosjeku ne prelaze milijardu eura na dnevnoj razini u promatranom razdoblju (Grafikon 1.), što znači da se banke ovim instrumentima nisu koristile u razdoblju prije krize, odnosno u razdoblju ekonomskog rasta.

**Grafikon 1. Prosječno korištenje stalno raspoloživih mogućnosti ESB na dnevnoj razini u razdoblju od siječnja 1999. godine do kolovoza 2008. godine u milijardama eura**

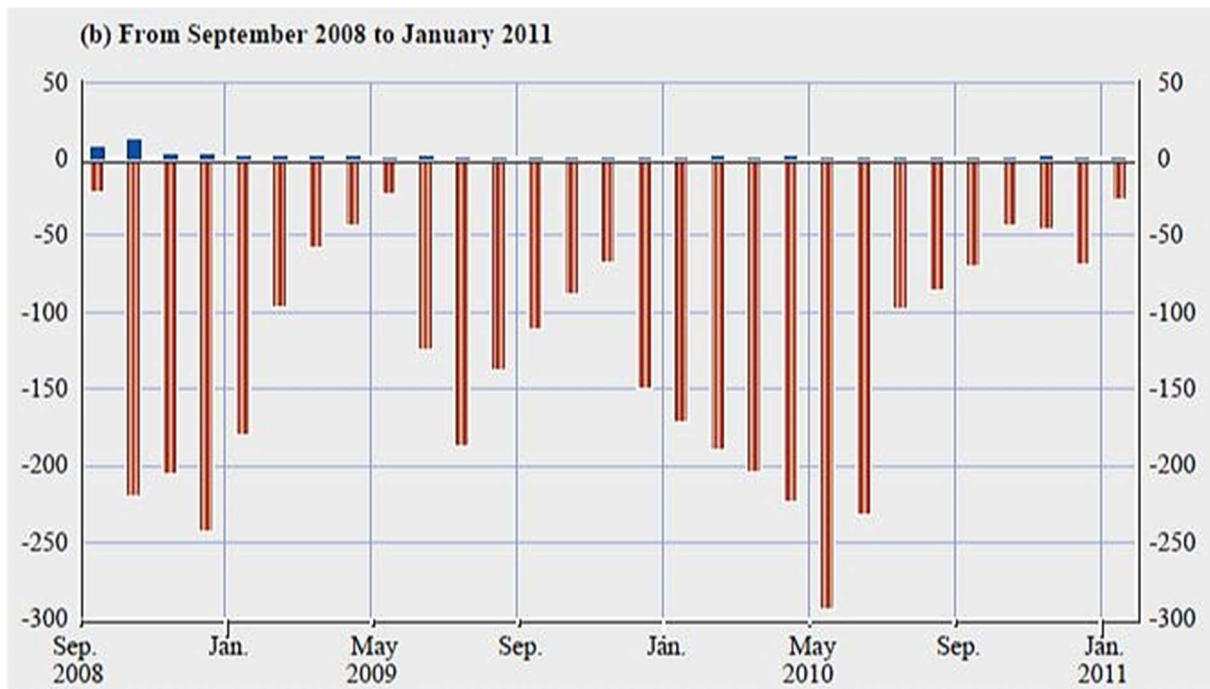


Izvor: **ESB (2011.)**, „The monetary policy of the ECB“ str. 109 [online] dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> (6.7.2017.)



Razvojem svjetske krize prosječno korištenje stalno raspoloživih mogućnosti ESB na dnevnoj razini se mijenja kako pokazuje Grafikon 2., gdje plavi i crveni stupovi kako i u Grafikonu 1. prikazuju prosjek deponiranih i posuđenih sredstava na dnevnoj razini u milijardama eura.

**Grafikon 2. Prosječno korištenje stalno raspoloživih mogućnosti ESB na dnevnoj razini u razdoblju od rujna 2008. godine do siječnja 2011. godine u milijardama eura**



Izvor: **ESB (2011.)**, „The monetary policy of the ECB“ str. 109 [online] dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> (6.7.2017.)

Grafikon 2. jasno pokazuje kako izbijanjem svjetske financijske krize banke viškove sredstava deponiraju na račun ESB-a umjesto da ta sredstva ponude na novčanom tržištu. U razdoblju prije krize deponirana sredstva u prosjeku nisu prelazila milijardu eura (Grafikon 1.) no izbijanjem krize banke na dnevnoj razini dnevno deponiraju daleko više sredstava, tako je primjerice krajem 2008. godine deponirano više od 200 milijardi eura. Razlog povećanog korištenja mogućnosti deponiranja sredstava od strane banaka jest povećana neizvjesnost i nepovjerenje na novčanom tržištu koji povisuju premiju za rizik što negativno utječe na efikasnost i likvidnost tržišta. Uloga stalno raspoloživih mogućnosti u razdoblju neizvjesnosti poput krize prvenstveno se odnosi na pružanje dodatne likvidnosti putem prekonoćnih kredita (kreditor u nuždi) i apsorpcije likvidnosti deponiranjem sredstava kod ESB.

Obvezna pričuva posljednji je instrument kojim se ESB koristi u provođenju monetarne politike, a odnosi se na minimalnu razinu sredstava koje kreditne institucije – banke moraju deponirati kod ESB s obzirom na preuzeti rizik koji preuzimaju kreditiranjem subjekata na tržištu i sastavu njihove imovine (Europska središnja banka, 2011.).

Katalizator svjetske ekonomske krize bio je stečaj financijske kompanije Lehmann Brothers u rujnu 2008. godine, a čime je proširena na financijsko tržište Sjedinjenih Američkih Država (dalje u tekstu: SAD). Zbog međubankovne povezanosti<sup>2</sup> kriza se proširila i na države EU. U razdoblju prije krize provođenje monetarne politike bilo je relativno predvidljivo, naime promjenom kamatnjaka na glavne operacije refinanciranja utjecalo se na kretanje ekonomije zemalja članica EU u cilju ostvarenja stabilnosti cijena.

Prelievanjem krize na europodručje ESB mijenja monetarnu politiku s restriktivne u ekspanzivnu, spuštajući referentne kamatne stope do povijesno niskih razina u vrlo kratkom roku. Tako 2. listopada 2008. godine kamatnjak na GOR iznosi 4,25% no niti godinu dana kasnije, već 07. svibnja 2009. godine Upravno vijeće donosi odluku o snižavanju kamate na GOR na 1,00% (Grafikon 5., str. 60). Snižavanje referentne kamatne stope nije bilo sve što je ESB činila u cilju oporavka gospodarstva, uvedeno je niz nekonvencionalnih mjera u cilju pružanja dodatne likvidnosti i pravilnog funkcioniranja monetarnog transmisijskog mehanizma.

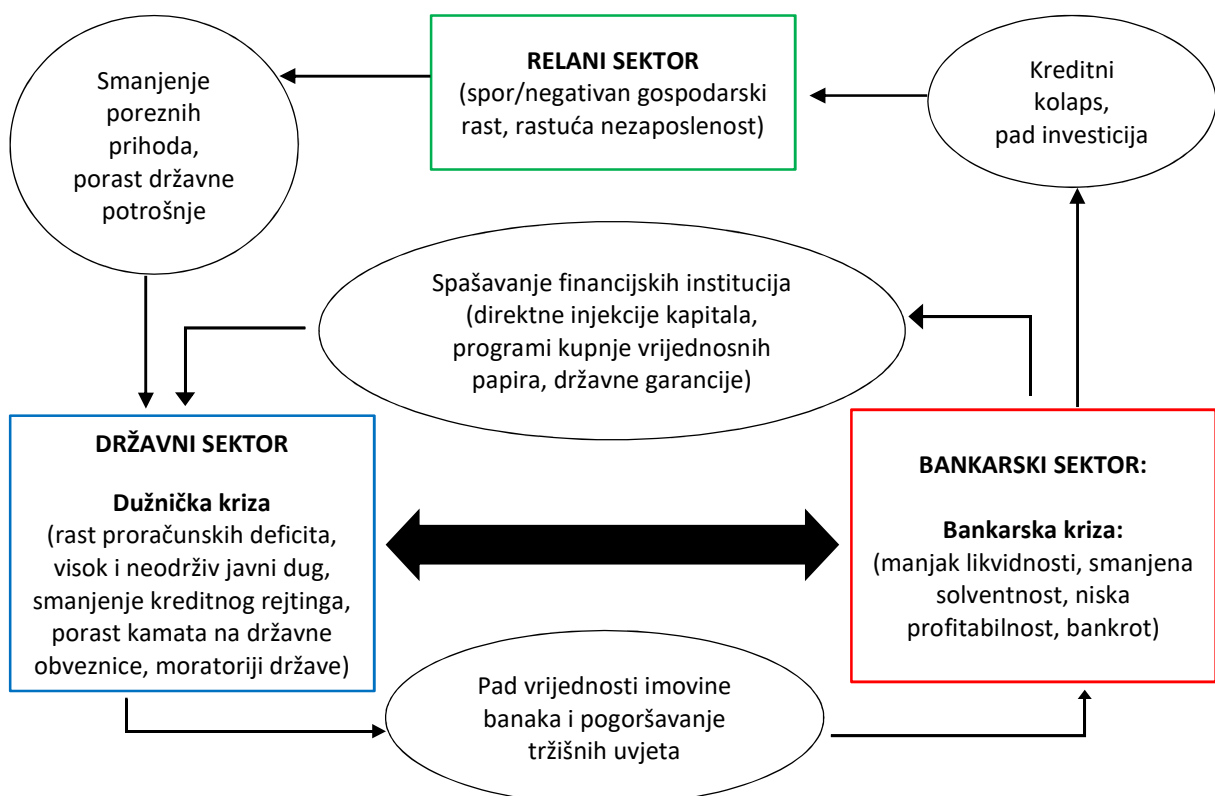
Ipak, ekonomska i financijska kriza ostavile su značajne posljedice u državama europodručja. Porast nezaposlenosti, pad proizvodnje i BDP-a negativno su utjecali na državne financije u obliku smanjenja poreznih prihoda. Uz to državne financije su u post kriznom razdoblju već bile opterećene spašavanjem posrnutih financijskih institucija u onim državama u kojima je i prethodno prisustvovala značajna bankovna nestabilnost (Grčka, Italija, Irska, Španjolska, Portugal). Pogoršanje državnih financija i smanjenje ekonomskog rasta unutar europodručja, ali prvenstveno u Grčkoj, Italiji, Irskoj, Španjolskoj i Portugalu uzrokovalo je značajniji rast kamatnih stopa na državne obveznice, što još više ugrožava održivost javnih financija. Ovisno o snazi gospodarstva pojedine države i njenog kreditnog boniteta, države će plaćati višu ili nižu kamatu na izdane vrijednosne papire. Rast kamatnih stopa na državne obveznice

---

<sup>2</sup> Bilance banaka međusobno su povezane, ovisno u koju financijsku imovinu ulažu i kreditima koje odobravaju ili primaju.

pojedinih država članica nije dovelo u pitanje stabilnost cijena i porast inflacije unutar europodručja, no zbog opasnosti širenja negativnih posljedica financijske nestabilnosti ESB odlučuje intervenirati na tržištu. Nadalje, intervencija ESB je opravdana jer uzimajući u obzir da su krizom bile zahvaćene neke od najvećih ekonomija EU što je utjecalo na drastično slabljenje eura, a kako je i prikazano Slikom 2. pojavom dužničke krize u nekoliko zemalja europodručja povećao se sistemski rizik, drugim riječima dužnička kriza predstavljala je mogućnost izbijanja krize bankarskog sektora (zbog visokog stupnja financijske integracije istog). Slikom 2. prikazuje se uska veza između države i bankarskog sektora, jer je zdravlje javnih financija preduvjet u pravilnom funkcioniranju bankocentričnog financijskog sustava, a stabilan i efikasan financijski sustav neophodan je u pravilnom funkcioniranju gospodarstva i provođenju fiskalne politike (Roman, Bilan, 2012.).

**Slika 2. "Zaćarani krug" dužničke krize i krize bankarskog sektora**



Izvor: Roman A. i Bilan I. (2012.) „The Euro area sovereign debt crisis and the role of ECB's monetary policy“, str. 765 dostupno na: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567112002274>

Koristeći se Slikom 2. moguće je ukratko pojasniti razvoj krize europodručja, naime, nakon blagog oporavka od svjetske financijske i ekonomske krize došlo je od prijenosa rizika s financijskog sektora na državni. Zbog povećane državne potrošnje u cilju

ublažavanja negativnih posljedica krize, uz smanjenje poreznih prihoda zbog smanjene ekonomske aktivnosti i paketa pomoći ugroženim financijskim institucijama javljaju se značajnija zaduživanja i porast javnog duga. Pad kreditnog rejtinga prije navedenih država članica i skuplje refinanciranje duga potiče sumnju u sposobnost država u vraćanju duga. Negativne posljedice dužničke krize, ali i bankarske krize odražavaju se na realni sektor manjom ponudom kredita i smanjenjem investicija što rezultira smanjenjem *outputa* i padom zaposlenosti (Roman i Bilan, 2012.). Tako se krug zatvara jer padom *outputa* i zaposlenosti državna se blagajna sporije i u manjem obujmu puni, te uz povećanu državnu potrošnju dovodi do deficita. Pojavom dužničke krize u prije navedenim državama javila se opasnost izbijanja bankovne krize unutar bankovnog sektora, stoga je 10. ožujka 2010. godine ESB najavila pokretanje programa kupnje vrijednosnih papira na tržištima obveznica (*eng. securities market programme – SMP*) u cilju smanjivanja napetosti na tržištu i uspostavljanju pravilnog funkcioniranja monetarnog transmisijskog mehanizma.

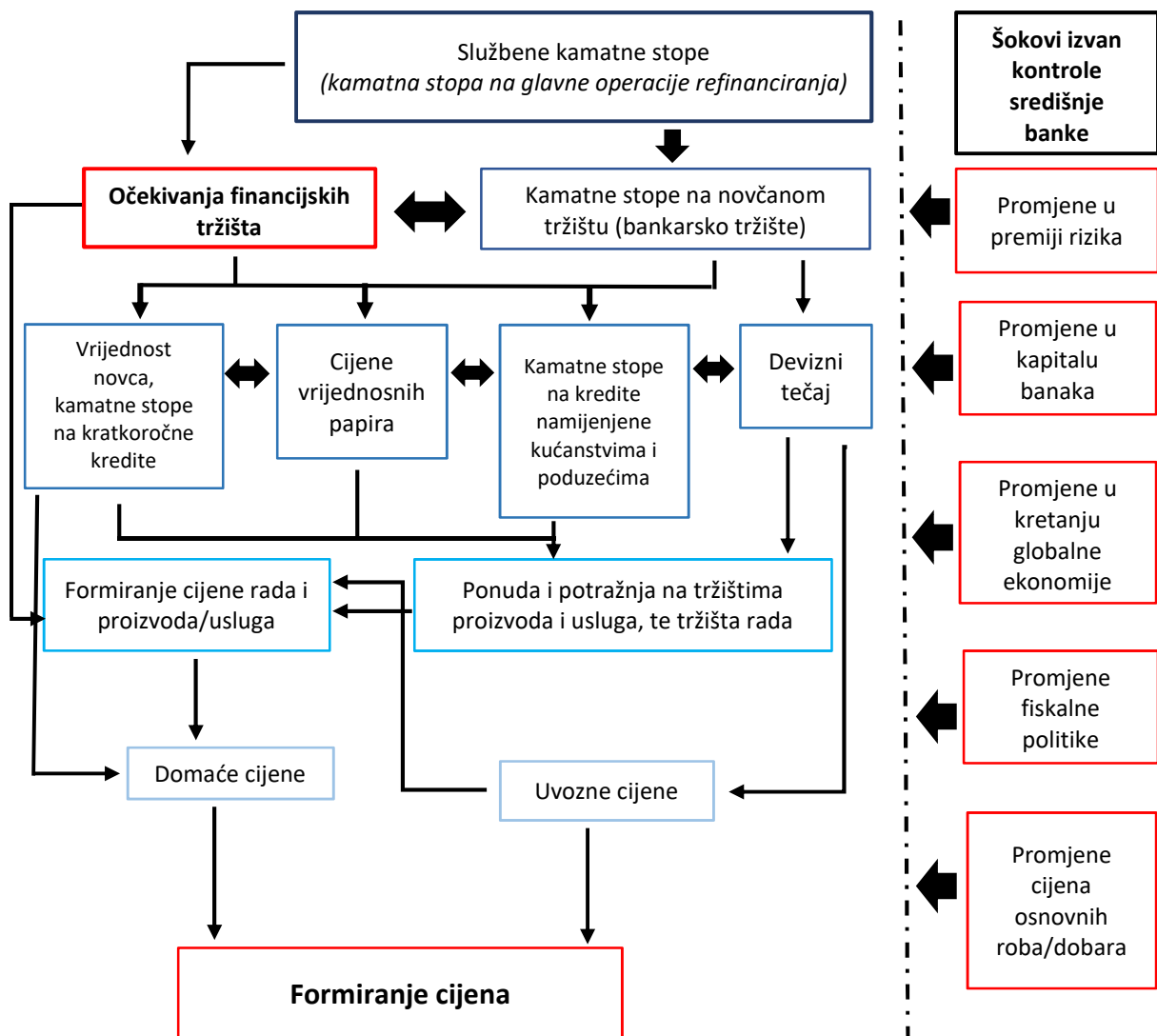
Imajući u vidu temu ovog rada važno je pojasniti kako središnje banke, a prvenstveno ESB, utjecajem na kamatne stope, a danas i utjecajem na očekivanja financijskih tržišta ali i šire javnosti, utječu na formiranje cijena, te u krajnosti na ekonomiju u cjelini. Iz tog se razloga u ovom radu ukratko pojašnjava logika i funkcioniranje monetarnog transmisijskog mehanizma (Slika 3.) putem kojeg ESB utječe na realnu ekonomiju.

Kako je i grafički prikazano (Slika 3.) monetarni transmisijski mehanizam započinje odlukom ESB o promjeni kamatnjaka (kamatne stope na glavne operacije refinanciranja - GOR), ali i utjecajem na očekivanja sudionika financijskih tržišta. Nadalje signali ESB „kolaju“ kroz transmisijski mehanizam kako bi u konačnici utjecali na formiranje cijena. Promjene kamatnih stopa utječu na kamatne stope međubankovnog tržišta, ali i na očekivanja sudionika financijskih tržišta. U drugom stupnju kamatne stope novčanog tržišta s očekivanjima utjecat će na:

1. Pasivne kamatne stope koje komercijalne banke odobravaju na oročene depozite. Ovisno o količini likvidnosti i potražnji za sredstvima komercijalne banke nuditi će više ili niže kamatne stope na oročena sredstva.
2. Tekuću cijenu vrijednosnih papira (obveznica, blagajničkih i komercijalnih zapisa, te dionica). Povećanje kamatnih stopa utjecati će na smanjenje cijena vrijednosnih papira s nižim prinosom.

3. Aktivne kamatne stope koje komercijalne banke odobravaju poduzećima i kućanstvima. U slučaju smanjenja kamatnih stopa od strane ESB-a, dolazi od povećanog kreditiranja po povoljnijim uvjetima, dajući zamah gospodarstvu i potičući gospodarski rast.
4. Visoke će kamatne stope prouzrokovati priljev stranog kapitala i aprecijaciju deviznog tečaja zbog povećane potražnje za domaćom valutom.

**Slika 3. Monetarni transmisijski mehanizam ESB**



Izvor: **ESB (2010.)** „The ECB's response to the financial crisis“ str.60 ECB, Frankfurt, [online] dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201010en\\_pp59-74en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf) (19.5.2017.)

Promjene svih elemenata drugog stupnja transmisijskog mehanizma odrazit će se na ponudu i potražnju proizvoda, roba i usluga, kako i na tržište rada na trećem stupnju. Smanjenje ili povećanje potražnje za određenim proizvodima ili uslugama utjecat će

na cijenu istih, ali i na potražnju za radnom snagom, što će definirati visinu nadnica. Važno je napomenuti kako na formiranje cijena proizvoda i roba, nadnica utječu i očekivanja (kako sudionika financijskih tržišta tako i šire javnosti o budućim ekonomskim kretanjima i budućem smjeru monetarne politike), ali i cijene uvoznih dobara (koje su pod utjecajem deviznog tečaja – deprecijacija domaće valute potaknuti će izvoz, ali destimulirati uvoz dok aprecijacija ima suprotan efekt). **Razlog zašto je komunikacija središnjih banaka važna kao instrument monetarne politike, je taj što središnje banke kontroliraju kratkoročne kamatne stope, no na taj način monetarna politika utječe na dugoročne kamatne stope, cijenu vrijednosnih papira i devizni tečaj** (Knutter et al., 2011.). Na samom kraju signali odluke monetarne politike utječu na domaće cijene i već prije spomenute uvozne cijene koje zajedno formiraju cijene, ili drugim riječima ublažavaju ili potiču inflacijske pritiske. S desne strane monetarnog transmisijskog mehanizma nalaze se faktori nad kojima ESB nema kontrolu, a koji mogu prouzročiti tržišne šokove i spriječiti pravilno funkcioniranje monetarne transmisije. Što je veća neizvjesnost na financijskim tržištima tim više raste premija za rizik za koju banke uvećavaju aktivne kamatne stope. Na transmisijski mehanizam negativno mogu utjecati promjene u strukturi bankovnog kapitala (poput visoke izloženosti hibridnim vrijednosnim papirima pokrivenih imovinom upitne kvalitete), promjene smjera kretanja globalne ekonomije (promjena ciklusa s ekspanzije u recesiju) te promjene fiskalne politike (cjelovite porezne reforme, povećanje poreznih stopa, uvođenje novih, kompleksnijih poreza). Također, pravilnom funkcioniranju transmisijskog mehanizma mogu naškoditi promjene u cijenama osnovnih dobara (npr. nafte, pamuka, kukuruza, pšenice, šećera, soje, bakra, aluminija i čelika – drugim riječima sirovinama koje su temelj današnje industrije).

Monetarni transmisijski mehanizam jasno objašnjava utjecaj središnjih banaka nad gospodarstvom neke zemlje, te kako kratkoročne kamatne stope određene od strane središnje banke djeluju na kamatne stope u dugom roku kako i Blinder et al. (2001.) str. 9. navodi „*veza između kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa slična je uzici za pse, putem koje vlasnik (središnja banka) signalizira, naređuje psu (ekonomiji-gospodarstvu) u kojem se smjeru kretati*“.

Način na koji ESB utječe na ekonomiju europodručja nije direktan, niti se posljedice poduzetih mjera od strane središnje banke manifestiraju u realnom vremenu – javlja se svojevrsni vremenski odmak (eng. „lag“) od trenutka kad je neka mjera ili odluka

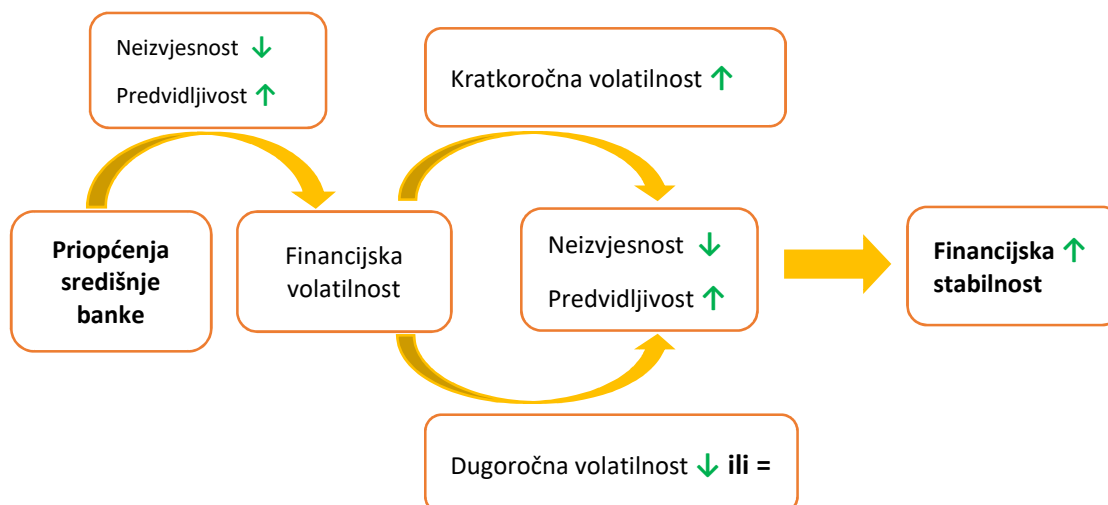
monetarne politike donesena i provedena do trenutka kad se njeni efekti manifestiraju u gospodarstvu. Kako je prethodno prikazano (Slika 3., str. 14) i pojašnjeno, promjene službene kamatne stope na gospodarstvo utječu putem monetarnog transmisijskog mehanizma koji putem različitih kanala utječe na razvoj cijena tj. na razvoj inflacije u krajnosti, no u razdoblju krize mehanizam ne funkcionira pravodobno, kako Nakić (2015., str. 122) navodi: „*snažni poremećaji na financijskome tržištu rezultirali su 'zamrzavanjem' pojedinih dijelova tržišta te su narušili djelovanje transmisijskog mehanizma putem kanala kamatnjaka*“. Važnost transmisijskog mehanizma očituje se u tome što se monetarna politika provodi putem financijskih tržišta koja prilikom krize nisu jasno prenosila signale monetarne politike, a posljedica toga jest snažno snižavanje kamatnjaka od strane središnjih banaka (Nakić, 2015.).

### **2.3. Financijska stabilnost, krizne situacije i nekonvencionalne mjere monetarne politike Europske središnje banke**

Brojni su razlozi zašto je financijska stabilnost važna središnjim bankama, primjerice stabilna financijska tržišta omogućuju efikasniju alokaciju resursa. Nadalje, financijska stabilnost osigurava pravilno funkcioniranje monetarnog transmisijskog mehanizma, i glatko provođenje monetarne politike. (Knutter et al., 2011.).

Slika 4. prikazuje utjecaj priopćenja središnje banke na volatilnost financijskih tržišta i financijsku stabilnost. Priopćenja središnje banke smanjuju neizvjesnost i povećavaju predvidljivost monetarne politike što je i glavni cilj ovog instrumenta monetarne politike. Nadalje, neočekivane informacije iznenađuju sudionike financijskih tržišta povećavaju volatilnost financijskih tržišta u kratkom roku, no to ne znači da priopćenja uzrokuju financijsku nestabilnost (Slika 4.). Kako navode Knutter, Mohr i Wagner, (2011., str. 7): „*povećanje volatilnosti financijskih tržišta u kratkom roku predstavlja sposobnost priopćenja središnje banke da dopre i pokrene financijska tržišta u željenom smjeru*“. Na dugi rok priopćenja središnje banke imaju stabilizirajući efekt na način da ili smanjuju ili zadržavaju volatilnost tržišta nepromijenjenom (Slika 4.). Povećana volatilnost tržišta u kratkom roku i smanjena/jednaka u dugom roku utjecat će na smanjenje neizvjesnosti prisutnoj na financijskim tržištima, a uz veću predvidljivost budućih odluka monetarne politike osigurava se veća financijska stabilnost financijskih tržišta.

**Slika 4. Utjecaj priopćenja središnje banke na volatilitet i stabilnost financijskih tržišta**



Izvor: Knutter R., Mohr B., Wagner H. (2011.) „The Effects of Central Bank Communication on Financial Stability: A Systematization of the Empirical Evidence“ str. 7 [online], dostupno na: <https://www.fernuni-hagen.de/wirtschaftswissenschaft/download/beitraege/db463.pdf> (5.6.2017.)

**Stoga, temeljem Slike 4. moguće je zaključiti da priopćenja središnje banke mogu biti važan instrument u usmjeravanju sudionika financijskih tržišta i njihovih očekivanja prvenstveno u cilju zadržavanja financijske stabilnosti i upravljanja rizikom.** S druge strane, financijska stabilnost tržišta vrlo je važna jer očekivanja subjekata financijskih tržišta imaju važnu ulogu u prije prikazanom monetarnom transmisivskom mehanizmu (Knutter et al., 2011.).

Središnje banke mogu značajno utjecati na financijsku stabilnost pružajući tržištima dovoljno sredstava i obnašajući ulogu kreditora u nuždi (monetarni instrument stalno raspoloživih mogućnosti), a upravo je na taj način ESB djelovala u cilju suzbijanja svjetske financijske i ekonomske krize kako i krize europodručja.

Krizno razbolje najbolje je objasniti kao period visoke neizvjesnosti koja čini cijene financijske imovine na tržištima vrlo promjenjivima. Važno je napomenuti da se cijene financijske imovine danonoćno mijenjaju, no u periodu značajne neizvjesnosti dolazi do naglih i značajnih promjena u cijeni financijske imovine zbog iskrivljenih informacija koje kolaju tržištem. Kako su financijska tržišta dio monetarnog transmisivskog mehanizma, postoji opasnost prelijevanja neizvjesnosti na njegove druge dijelove, stoga središnje banke nastoje održati financijsku stabilnost (Knutter et al., 2011.).



Intervencija ESB putem implementacije programa kupnji vrijednosnih papira poput SMP (2010.) i CBPP (*eng. Covered Bond Purchase Programme*) (2009., 2011., 2014.) i pružanja dodatne likvidnosti putem GOR po fiksnim kamatnim stopama prilikom intenziviranja dužničke krize europodručja bila je ključ obuzdavanja daljnjeg širenja krize na druge članice EU-a, te je na taj način uspjela održati financijsku stabilnost europodručja. Općeprihvaćena definicija financijske stabilnosti ne postoji, međutim, ono što je izvjesnije jesu pokazatelji financijske nestabilnosti. U tom smislu kažemo da se financijska nestabilnost javlja u obliku šokova na financijskim tržištima koji utječu na informacije koje kolaju tržištem, mijenjajući ih i stvarajući šumove koji otežavaju subjektima financijskog sustava pravilno alociranje sredstava (Knutter et al., 2011.).

Nadalje, što je financijsko tržište više integrirano, to je veća vjerojatnost prelijevanja neizvjesnosti i rizika s tržišta na tržište (tzv. „*spill-over*“ učinak). Financijska integracija podrazumijeva da sudionici financijskih tržišta nemaju nikakvih prepreka u pristupanju tržištu, podliježu jednakim pravilima i propisima, te imaju jednak pristup informacijama. Drugim riječima cijena financijske imovine koja nosi istu razinu rizika trebala bi biti jednaka neovisno gdje se pojavljuje na tržištu. Baš je visoki stupanj financijske integracije europodručja glavni razlog intervencije ESB. Naime, novčano ili međubankovno tržište nakon uvođenja eura najviše je integrirano tržište europodručja, stoga vrlo učinkovito prenosi informacije, ali i rizik i neizvjesnost.

Prije krize 2008. godine središnje su banke diljem svijeta imale jasnu sliku provođenja monetarne politike, drugim riječima uz ciljanje inflacije i kontroliranjem kratkoročnih kamatnih stopa putem kamatnog kanala, središnje banke bile su u stanju smanjiti volatilnost inflacije i održavati ju na niskoj razini. Kolaps financijske institucije Lehman Brothers uz sve negativne posljedice izbijanja financijske i ekonomske krize doveo je u pitanje sposobnost središnjih banaka da efikasno i uspješno upravljaju ekonomijom (Mishkin, 2011.). Središnje banke svijeta su i prije krize znale da cjenovni baloni mogu imati samo negativan efekt na ekonomiju, ali odgovor na pitanje kako bi središnja banka trebala reagirati na formiranje balona još uvijek nije dan od strane struke. Jedan od pristupa cjenovnim balonima je „naginjanje protiv vjetra“ (*eng. leaning against the wind*) odnosno središnja banka podiže kamatne stope u cilju obuzdavanja balona i sprječavanja njegova puknuća. Nedostatak takvog pristupa jest taj da su cijene vrijednosnih papira važan instrument monetarne politike, a balone je vrlo teško detektirati. Nadalje, tradicionalna monetarna politika središnje banke djelomično je

ograničena tijekom cjenovnog balona, drugim riječima podizanje kamatnih stopa u cilju obuzdavanja balona neće imati očekivani efekt, jer tržišni sudionici ostvaruju daleko veće prinose no inače. Također, glavni instrument monetarne politike (referentne kamatne stope) utječe na sva financijska tržišta (Slika 3., str. 14) što znači da ako središnja banka nastoji intervenirati na jedno od tržišta (primjerice tržište nekretnina), ovim monetarnim instrumentom nanijeti će štetu na drugim tržištima ograničavajući ekonomski rast (Mishkin, 2011.).

Subjekti financijskih tržišta za vrijeme cjenovnog balona ne ponašaju se u skladu s tradicionalnim tržišnim pravilima, stoga ni tradicionalni instrumenti monetarne politike nisu u stanju efikasno kontrolirati njihovo ponašanje. No monetarna politika nije nemoćna, niti kada su kamatne stope blizu nule, jer središnja banka može ekonomiju stimulirati na druge načine, poput u kontekstu ESB-a (Mishkin, 2011., str. 19 i Europska središnja banka, 2010.):

1. Upravljanjem očekivanja sudionika financijskih tržišta o budućem kretanju kamatnih stopa, snižavajući tako dugoročne kamatne stope, pa u tom smislu priopćenja ESB-a (prvenstveno izjave predsjednika ESB-a) predstavljaju važan instrument monetarne politike u usmjeravanju tržišta u okruženju vrlo niskih kamatnih stopa.
2. Programima kupnje obveznica i drugih vrijednosnih papira moguće je utjecati na premiju rizika i cijenu istih, kao što je to činila i ESB putem programa kupnje imovine (vrijednosnih papira) poput programa kupnje pokrivenih obveznica (CBPP) i već prije spomenutog programa kupnji državnih obveznica na sekundarnom tržištu (SMP) za vrijeme krize.
3. Deviznim intervencijama (deviznim *swapovima*) moguće je smanjiti vrijednost domaće valute (deprecijacija), čime se destimulira uvoz, a stimulira izvoz što stimulira proizvodnju unutar zemlje. Tako je nakon izbijanja svjetske ekonomske krize i u nastavku izbijanjem dužničke krize ESB je implementirala devizne *swapove* eura i američkog dolara u suradnji s središnjom bankom Sjedinjenih Američkih Država, odnosno Sustavom federalnih rezervi (*eng. Federal Reserve System – FED*).

Svjetska financijska i ekonomska kriza, a kasnije i dužnička kriza europodručja pokazale su koliko je utjecaj financijskih tržišta i njihova stabilnost važna za normalnu

ekonomsku aktivnost države, država članica i svjetskog gospodarstva. Smanjenje ekonomskog rasta negativno utječe na cijene vrijednosnih papira, odnosno veći stupanj neizvjesnosti i ekonomski gubici utječu na smanjenje investicija i potrošnje smanjujući cjelokupni *output* društva. Pad vrijednosti vrijednosnih papira negativno utječe na bilancu financijskih institucija koje ih posjeduju, smanjujući njenu vrijednost, ali i mogućnost zaloga istih u obliku kolaterala za nova sredstva. Vrijednosni papiri kao kolateral predstavljaju važan oblik osiguranja za vjerovnike jer u slučaju da dužnik ne ispuni svoje obveze, vjerovnik ima način naplate svojih potraživanja sve dok kvaliteta kolaterala nije upitna. Nakon što se politika kamatnih stopa pokazala neučinkovitom u suzbijanju posljedica krize, središnje banke uvode nekonvencionalne instrumente monetarne politike tako ESB stimulira gospodarstvo putem (Mishkin, 2011. str. 24, Trichet 2009., Europski parlament, 2017., Europska središnja banka, 2017.):

1. Opskrbe likvidnosti od strane središnje banke instrumentom „kreditora u nuždi“ kreditirajući veći broj banaka i ostalih financijskih institucija, sukladno tome je ESB u sklopu proširene kreditne potpore (*eng. enhanced credit support*), uz smanjene kamatne stope proširila bazu kvalificiranih banaka koje mogu pristupiti operacijama refinanciranja. Nadalje, proširila je kriterije kolaterala, odnosno širi spektar vrijednosnih papira koji postaju kvalificirani kolateral od strane ESB-a.
2. Programa kupnje državnih obveznica i ostalih vrijednosnih papira (dionica i obveznica poduzeća), te na taj način povećava likvidnost financijskih tržišta, snižavajući troškove zaduživanja država, poduzeća i kućanstava. Pod programima kupnje državnih obveznica, ali i ostalih vrijednosnih papira ESB je pokrenula programe poput SMP-a i CBPP-a, koji se odnose na kupnju državnih obveznica na sekundarnom tržištu i kupnju pokrivenih obveznica, u cilju poticanja ekonomskog rasta u europodručju.
3. Kvantitativnog popuštanja putem kojeg središnje banke kupuju vrijednosne papire (obveznice kreditnih institucija), povećavajući likvidnost bankarskog sustava što snižava kamatne stope i potiče jeftinije kreditiranje realnog sektora. Posljedica kvantitativnog popuštanja jest značajno povećanje pozicije vrijednosnih papira u aktivi bilance središnje banke. Kvantitativno popuštanje ima važnu ulogu u nekonvencionalnoj monetarnoj politici ESB-a. Kupnja

vrijednosnih papira od strane ESB-a u kontekstu kvantitativnog popuštanja započeta je u ožujku 2015. godine.

4. Upravljanja očekivanjima putem kojih su se središnje banke obvezale zadržati referentne kamatne stope na vrlo niskim razinama na duži vremenski period. Upravo su priopćenja ESB zaslužne za usmjeravanje očekivanja sudionika financijskih tržišta, izjave predsjednika ESB-a i drugi komunikacijski kanali koji šalju jasne poruke o budućem smjeru monetarne politike, te tako povećavaju efikasnost ostalih mjera monetarne politike.

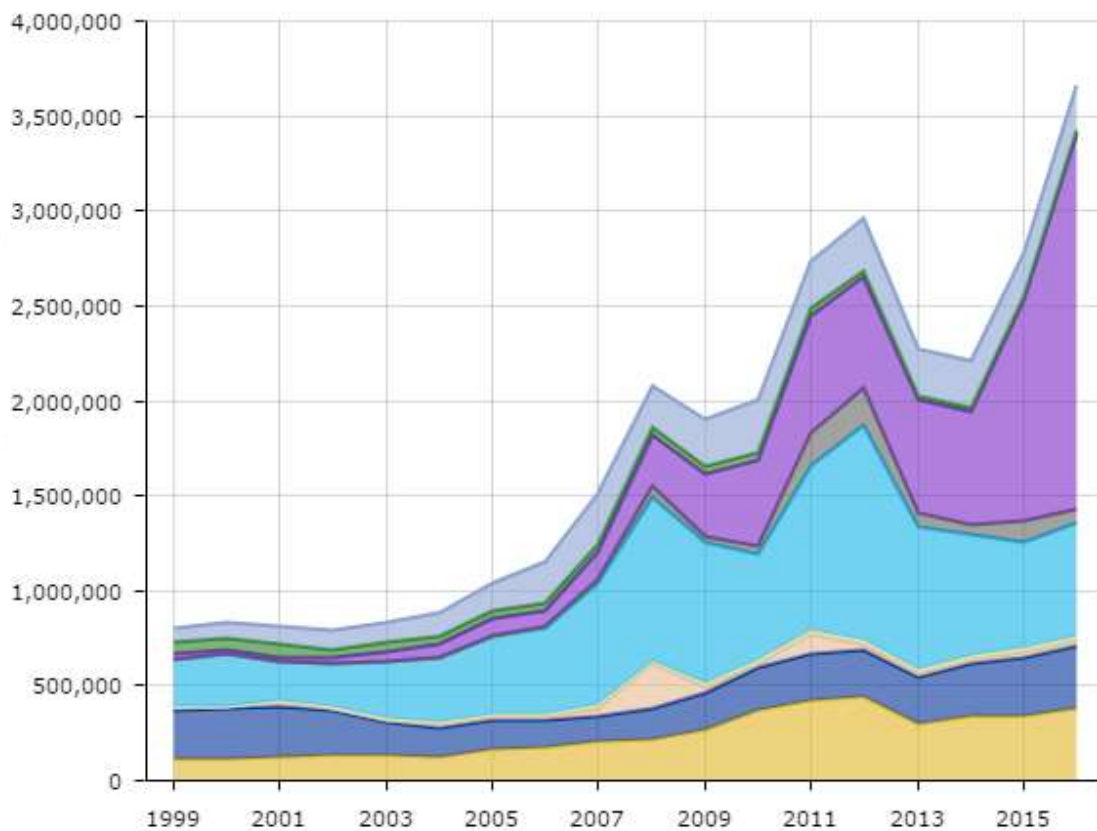
Implementacija nekonvencionalnih monetarnih instrumenata bila je nužna iz razloga što je tržišni šok prouzročen od strane financijskog kraha neutralizirao sposobnost konvencionalne monetarne politike da utječe na oporavak gospodarstva. Posljedice krize bile su toliko duboke da su konvencionalni instrumenti središnje banke postali neučinkoviti, stoga su središnje banke svoj utjecaj na financijskim tržištima ponovno učvrstile nekonvencionalnom monetarnom politikom. Uostalom, oporavak od recesije prouzrokovanom financijskim krahom još je uvijek vrlo spor i težak, jer već opterećene državne financije nisu u stanju fiskalnim putem znatnije pokrenuti investicije u gospodarstvu. S druge strane, monetarna politika središnje banke za izazov ima pravodobno ukidanje nekonvencionalnih mjera, jer su one uvedene kao odgovor na krizu, a ne kao stalni instrumentariji monetarne politike. Ipak s obzirom da su kamatne stope još uvijek izrazito niske potpuno ukidanje nekonvencionalnih mjera još je uvijek malo vjerojatno. No, iako su se nekonvencionalne mjere monetarne politike pokazale neizmerno korisnima u saniranju posljedica krize, postoje i negativne strane njihova korištenja. Naime širenje bilanci središnjih banaka (Grafikon 3.) prilikom provođenja programa kupnje vrijednosnih papira, s povećanom likvidnošću na tržištima može dovesti i do visoke inflacije u budućnosti (Mishkin, 2011.).

Za razliku od tradicionalnih strukturnih operacija, programi kupnje vrijednosnih papira nisu kratkoročnog karaktera te se neki vrijednosni papiri zadržavaju i do dospijeca, što umanjuje ulogu programa kupnje vrijednosnih papira u apsorpciji viška likvidnosti onog trenutka kada se ekonomija oporavi. Stoga veću opasnost nose dugoročni vrijednosni papiri (poput desetogodišnjih državnih obveznica i vrijednosnih papira pokrivenih imovinom) jer se središnja banka izlaže kamatnom i kreditnom riziku. Nadalje Mishkin, (2011., str. 29) navodi da kupnja privatnih vrijednosnih papira od strane središnje banke predstavlja uteg njenoj nezavisnosti, jer se postavlja pitanje njene

nepriprisanosti. Također kupnja dugoročnih državnih obveznica bila je vrlo kritizirana, jer se takve transakcije mogu protumačiti kao podržavanje neodgovorne fiskalne politike financiranjem duga (središnja banka kupuje državne obveznice država čija je održivost javnih financija upitna). Iz tog je razloga ESB i kritizirana jer je za vrijeme financijske krize, a kasnije dužničke krize europodručja u cilju pružanja likvidnosti na domaćim tržištima obveznica (u cilju smanjenja kamatnih stopa i većeg obujma trgovanja) kupovala državne obveznice država članica europodručja s vrlo visokim proračunskim deficitima i ubrzanim rastom javnog duga (Grčka, Italija, Irska, Španjolska, Portugal).

Grafikon 3. prikazuje „napuhavanje“ aktive ESB u razdoblju od 1999. do 2015. godine kao posljedica nekonvencionalnih mjera monetarne politike, prvenstveno programa kupnje vrijednosnih papira.

**Grafikon 3. Struktura aktive ESB u razdoblju od 1999. do 2015. godine u milijunima eura**



Izvor: **ESB (2017.)** [online] dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html> (25.6.2017.)

Prema bojama (odozdo prema gore) žutom bojom predstavljene su rezerve zlata ESB, tamno plavom bojom prikazana su potraživanja ne rezidenata europodručja denominirana u stranoj valuti, dok su potraživanja denominirana u eurima vrlo zanemariva iznosa u strukturi aktive. Sljedeća (roza) stavka predstavlja potraživanja u stranoj valuti od rezidenata unutar europodručja. Svijetlo plavom bojom predstavljena su potraživanja prema kreditnim institucijama europodručja u sklopu monetarnih operacija, odnosno operacija refinanciranja. Kako je vidljivo na Grafikonu 3. ova pozicija predstavlja značajan udio u aktivi ESB-a, a s izbijanjem obiju kriza njihova vrijednost još se više povećava. Sivom bojom prikazana su ostala potraživanja prema kreditnim institucijama unutar europodručja u eurima, iako se tijekom promatranog razdoblja ova pozicija povećava nema značajnu ulogu u rastu bilance ESB. Posljednje tri pozicije izrazito su zanimljive jer predstavljaju značajan dio strukture aktive ESB-a, a prvenstveno se odnose na nekonvencionalne mjere monetarne politike. Obveznice rezidenta europodručja denominiranih u eurima predstavljeni su ljubičastom bojom, dok je zelenom bojom predstavljen državni dug (odnosno državne obveznice), na kraju posljednja stavka odnosi se na preostalu imovinu ESB - a.

Iako je dužnička kriza okončana 2013. godine, njene posljedice, i one krize iz 2008. godine nisu u potpunosti sanirane, a s obzirom da su se kamatne stope još uvijek nalazile na vrlo niskim razinama ESB nastavila je provoditi programe kupnje vrijednosnih papira što je vidljivo na Grafikonu 3. gdje je prikazano kako su povećanju aktive ESB-a najviše doprinijeli baš programi vrijednosnih papira.

Iako ne previše prepoznata važnost priopćenja ESB u kriznom razdoblju postaje sve veća, a sama središnja banka počinje se ovim instrumentom sve više koristiti kako bi osigurala transparentnost i usmjerila kretanja na financijskim tržištima u pravom smjeru tijekom kriznih razdoblja, jer kako Mishkin (2011., str. 45) navodi „*ako se središnja banka vjerodostojno obveže podignuti kamatne stope prilikom formiranja kreditnog balona, tada će se očekivanja subjekata kreditnih tržišta prilagoditi monetarnoj politici i učiniti ju efikasnijom*“. Drugim riječima, očekivanja da će se kamatne stope povećati s preuzimanjem sve većeg rizika od strane kreditnih institucija, utjecat će na to da kamatne stope neće biti potrebno značajnije podizati da bi središnja banka ostvarila željeni efekt.

Dakle, priopćenja predstavljaju važan instrument jer pospješuju efikasnost drugih mjera monetarne politike. Priopćenja putem različitih komunikacijskih kanala pripremaju sudionike financijskih tržišta na implementaciju nekonvencionalnih mjera monetarne politike, utječu na njihova očekivanja i snižavaju financijsku nestabilnost i kamatne stope u dugom roku. Kako je i u nastavku rada dokazano priopćenja ESB pokazale su se bitnima za provođenje efikasne monetarne politike jer u situaciji vrlo niskih kamatnih stopa predstavljaju dobar supstitut politici kamatnih stopa koja postaje neučinkovita u daljnjem stimuliranju ekonomije. U sljedećem poglavlju detaljnije se pojašnjava važnost priopćenja središnjih banaka i njihov učinak na financijska tržišta.

### **3. Priopćenja središnjih banaka i njihova važnost**

U posljednjih dvadeset godina netransparentnost središnjih banaka sve je manja, a središnje banke nastoje svoje aktivnosti učiniti što razumljivijim medijima, tržištima i široj javnosti, ne želeći javnost držati u neznanju. Transparentnosti središnjih banaka uvelike pomažu i moderni komunikacijski kanali putem kojih središnje banke danas komuniciraju s javnošću. Središnja banka je transparentna kada u svako vrijeme pruža javnosti dovoljno informacija, a javnost je u stanju razumjeti njenu monetarnu politiku (i ciljeve te politike). Javnost je, nadalje, u stanju ustanoviti jesu li aktivnosti središnje banke u skladu s njenim ciljevima, te je li uspješna u ostvarivanju istih (Blinder et al., 2001.).

Glavni argument u korist veće transparentnosti i komunikacije središnjih banaka prema javnosti jest taj da će monetarna politika biti efikasnija ako je središnja banka u stanju ciljano utjecati na tržišna očekivanja. Središnje banke raspolažu nizom informacija vezanih uz monetarnu politiku. No najvažnije je da središnja banka javnosti otkrije svoj temeljni cilj, primjerice ESB nastoji ostvariti već prije navedeni cilj održavanja cijena stabilnim ciljanjem inflacije (*eng. Inflation Targeting*) ispod, ali blizu, 2%. Drugim riječima da bi sudionici financijskih tržišta imali priliku razumjeti logiku iza svake odluke monetarne politike središnja banka mora otkriti dovoljno o svojoj analizi, akcijama i internim razmatranjima. ESB koristi se različitim komunikacijskim kanalima kako bi širokoj javnosti pružila što više informacija o provođenju monetarne politike unutar europodručja. Najvažnije informacije objavljuju se putem izjava predsjednika ESB-a (odluke monetarne politike i politika budućih smjernica) koje su naknadno dostupne na mrežnim stranicama ESB, dok ekonomski bilteni pružaju niz informacija o ekonomskim i monetarnim kretanjima. Oni nadalje, sadrže i brojne analize i istraživanja koja mogu biti od velike koristi zainteresiranim stranama u cilju razumijevanja logike iza svake odluke monetarne politike ESB (Blinder et al., 2001.).

#### **3.1. Komunikacija kao preduvjet transparentnosti**

U literaturi se navode razne prednosti veće transparentnosti središnje banke. Prvenstveno te prednosti rezultiraju većoj efikasnosti monetarne politike, naime što je više središnja banka transparentna to će tržišna očekivanja koja sudjeluju u funkcioniranju transmisijskog mehanizma monetarne politike (Slika 3., str. 14) imati veći, ali i željeni utjecaj na realnu ekonomiju. Očekivanja će biti u skladu s odlukama



središnje banke te će tržišta brže i bolje reagirati na poteze monetarne politike. Središnja banka kao javna ustanova djeluje na temelju dodijeljene joj vlasti, stoga je nužno da je središnja banka odgovorna predstavnicima izvršne vlasti koji su izabrani od strane naroda. U zauzvrat za moć i vlast koja je središnjoj banci dodijeljena ona je dužna javnosti pružiti transparentnost i odgovornost za svoje djelovanje (Blinder et al., 2001.).

Već je i prije rečeno da je instrument priopćenja središnje banke od velike koristi za provođenje efikasnije monetarne politike, pod ostalim prednostima podrazumijevamo (Lamla, Rupprecht, 2006. str. 4 i 5):

1. Priopćenja središnje banke mogu smanjiti vremenski odmak efekata monetarne politike kada središnja banka utječe na realnu ekonomiju putem kamatne politike (srednji rok). Putem objavljivanja informacija središnja banka potiče dinamičnije promijene cijene rada i dobara u donosu na promjene kamatnih stopa, što u konačnici smanjuje vremenski odmak transmisijskog mehanizama i pospješuje efikasnost monetarne politike.
2. Ciljanje inflacije od strane središnjih banaka, uz jasno definiranje glavnog cilja dopušta joj da u slučajevima iznenadnih šokova ili krize može bez velike štete promijeniti smjer monetarne politike.
3. Priopćenja središnje banke djeluju stabilizirajuće na financijska tržišta, primjerice smanjivanjem neizvjesnosti i „šumova“ na financijskim tržištima. Manja volatilnost financijskih tržišta smanjuje troškove financiranja (niže premije rizika) što rezultira efikasnijom alokaciji resursa. Manje promjene u tržišnim očekivanjima omogućiti će središnjoj banci precizniju procjenu utjecaja monetarne politike na ekonomiju, što će u konačnici povećati preciznost monetarne politike.

Argument netransparentnosti središnjih banaka je pretpostavka da je monetarna politika nedjelotvorna u slučaju kad je u potpunosti predvidljiva, naime, tržišta u tom slučaju vrlo brzo prilagođavaju cijene vrijednosnih papira, dobara i rada što monetarnu politiku čini neutralnom u kratkom roku. Nadalje, tržišta mogu naglo reagirati na netočne informacije ili „šumove“, a tržišni subjekti postaju skloniji špekulacijama i rizičnijem ponašanju, što se negativno odražava na stabilnost financijskog tržišta. Iako, središnje banke ne objavljuju sve informacije o budućoj monetarnoj politici, nipošto ne

pokušavaju tržišne subjekte, kako ni širu javnost držati u mraku, već im nastoje na što jednostavniji način prenijeti informacije o budućoj monetarnoj politici. Bitno je također naglasiti da se prilikom korištenja politike budućih smjernica središnja banka izlaže riziku „vezivanja“ što može negativno utjecati na njen ugled ako u budućnosti odluči promijeniti monetarnu politiku. Središnje banke nastoje biti što više transparentne kako bi se smanjila asimetričnost informacija između središnje banke i javnosti. Asimetričnost informacija jedna je od tržišnih manjkavosti, a odnosi se na razliku u dostupnim informacijama svim sudionicima na tržištu. Posljedica dispariteta u količini informacija dostupnih javnosti jesu „nesporazumi“ između središnje banke i tržišnih subjekata, drugim riječima tržište ne shvaća u potpunosti signale središnje banke što čini monetarnu politiku neefikasnom (Blinder et al., 2001.).

Asimetričnost informacija javlja se u dva oblika. Prvi slučaj odnosi se na rizik nepovoljnog odabira. Kako središnja banka posjeduje više informacija u odnosu na sudionike financijskih tržišta, može ih navesti na donošenje krivih odluka (primjerice ako središnja banka namjerava promijeniti monetarnu politiku – podignuti kamatne stope, no temeljem njenih signala financijska tržišta ne očekuju promjenu monetarne politike). Moralni hazard drugi je oblik asimetričnosti informacija, a odnosi se na situaciju kada se zbog razlike u dostupnim informacijama subjekti financijskih tržišta neće ponašati prema očekivanjima središnje banke, već će biti skloniji špekulacijama i preuzimanju više nego inače rizika jer znaju da imaju na raspolaganju sigurnosnu mrežu središnje banke (Tablica 1., str. 8 - stalno raspoložive mogućnosti). Rizik moralnog hazarda od strane sudionika na financijskim tržištima bio je vrlo izražen za vrijeme kriznog i post kriznog razdoblja kad su u funkciji bile mjere nekonvencionalne monetarne politike. Financijske institucije imale su na raspolaganju velike količine sredstava po vrlo povoljnim uvjetima, što bi ih u cilju ostvarivanja što veće zarade potaknulo na ulaganje u rizičniju imovinu nego inače, jer nosi veću premiju rizika odnosno zaradu. Nadalje, vjerojatnost da će se kreditni rizik koju neki vrijednosni papir nosi ostvariti daleko je veća u razdoblju krize, u odnosu na razdoblje ekonomske stabilnosti. Stoga je bilo bitno da ESB što prije ukine nekonvencionalne mjere nakon poboljšanja ekonomskih pokazatelja, kako te iste mjere ne bi potaknule lavinu loših investicija od strane financijskih institucija.

Središnja banka iako nastoji biti što više transparentna nikada neće u potpunosti objaviti sve informacije kojima raspolaže, jer bi one mogle imati negativan utjecaj na

provođenje monetarne politike. Nadalje, objavom velikog broja informacija središnja banka može zbuniti javnost, a medijske kuće koje prenose informacije, mogu ih krivo protumačiti i na taj način naštetiti kredibilitetu središnje banke i njejoj monetarnoj politici (Blinder et al., 2001.). Posljedice veće transparentnosti središnje banke jesu (Blinder et al., 2001., str. 15):

1. Što je veća transparentnost središnje banke to ona objavljuje više informacija, posljedica toga jest ta da su financijska tržišta volatilnija u kratkom roku, no na temelju objavljenih informacija sudionici financijskih tržišta imaju jasnu sliku o budućem kretanju kamatnih stopa u dugom roku.
2. Središnja banka postaje „talac“ tržišnih očekivanja (tržišta na temelju informacija središnje banke očekuju točno odrađene odluke monetarne politike, no sukladno događajima na tržištu, monetarna politika središnje banke se mijenja) jer svaka njena izjava ili akcija rezultira reakcijama s potencijalno snažnim efektima na inflacijska očekivanja. Posljedica te „talačke“ situacije je vrlo konzervativan pristup središnje banke, sa slabim, čak i zakašnjelim aktivnostima monetarne politike.

Glavni problem asimetričnosti informacija javlja se u tome da individualni sudionici financijskih tržišta različito tumače signale središnje banke. Potpuna transparentnost središnjih banaka (potpuna raspodjela informacija tj. neutralizacija asimetričnosti informacija) je neostvariva, što znači da uvijek postoji mogućnost da tržišta na nepredvidljiv način reagiraju na signale središnje banke (Blinder et al., 2001.). Stoga je važno da središnja banka u cilju transparentnosti nastoji javnosti staviti na raspolaganje sljedeće informacije (Blinder et al., 2001., str. 17 i 18):

1. INFORMACIJE O CILJEVIMA: središnja banka mora otkriti što nastoji postići, a ciljevi monetarne politike mijenjaju se u skladu s okolnostima (ekonomskim i političkim). Nadalje, aktivnosti središnje banke vođene su temeljnim načelima: održavanje inflacije ispod određene razine, održavanje niske stope nezaposlenosti, ublažavanje – „izgladivanje“ promjena kamatnih stopa i deviznog tečaja, ograničavanje promjena cijena itd.
2. INFORMACIJE O METODAMA: središnje banke oslanjaju se na veliki broj metoda, analiza, i ekonometrijskih modela. Središnje banke koriste se

ekonometrijskim modelima u cilju stvaranja prognoza i simulacija utjecaja monetarne politike na ekonomski sustav.

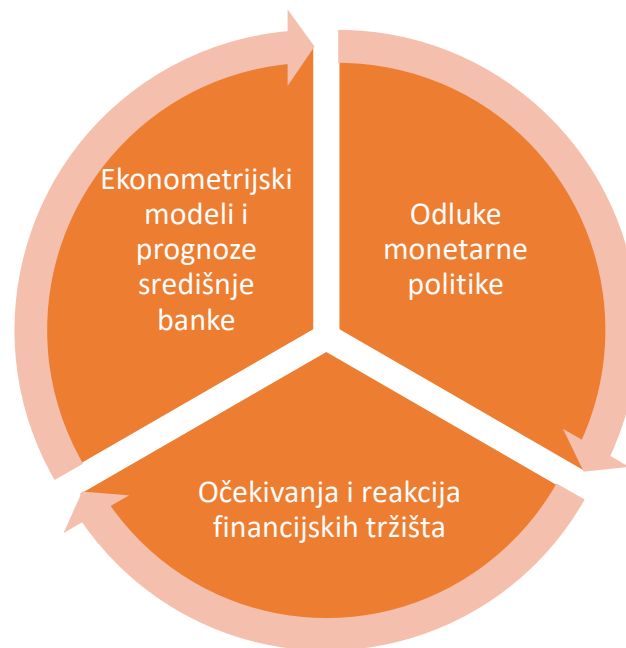
3. INFORMACIJE O DONOŠENJU ODLUKA: važno je da središnje banke pojasne na koji se način odluke monetarne politike donose u središnjoj banci, koja su upravljačka tijela te tko je točno dužan za provedbu svakodnevne monetarne politike.

Središnje banke prilikom izgladivanja kamatnih stopa, postupno mijenjaju referentnu kamatnu stopu, vodeći ju ka ciljanoj razini. Ekonomska neizvjesnost i ona vezana uz modele kojima se središnje banke koriste u prognoziranju kretanja kamatnih stopa i tržišta u cijelosti, sprječavaju ih da u jedan dan dovedu kamatne stope na željenu razinu. Iz tog se razloga središnje banke koriste „izgladivanjem“ te postepeno utječu na kamatne stope uz postizanje financijske stabilnosti (naglo spuštanje ili podizanje kamatnih stopa od strane središnje banke neće djelovati stabilizirajuće već suprotno). Postavljanje kamatne stope temeljna je aktivnost središnje banke te bi u slučaju potpune transparentnosti promjena iste bila samo potvrda svih prethodno objavljenih signala, do mjere da sama promjena kamatne stope više ne bi bila značajan događaj. Ipak promjene u kamatnim stopama vrlo su rijetko sistematski točno predviđene, osobito vrijeme promjene, što za tržišne subjekte predstavlja izvor profita (tržišne špekulacije). Stoga se promjene kamatnih stopa promatraju s velikom pažnjom, te na njih snažno reagiraju cijene vrijednosnih papira (obveznica) i devizni tečaj. Snažne reakcije posljedica su prirodnog usmjerenja deviznog tržišta i tržišta vrijednosnih papira prema budućnosti. Ublažavanje odnosno „izgladivanje“ kamatnih stopa predstavlja način filtriranja utjecaja prošlih, ali i budućih odluka središnje banke. Veća razina komunikacije, transparentnosti središnje banke dovesti će do smanjenja efekta iznenađenja na tržištu te ublažiti špekulativne akcije na tržištu jer će tržišni subjekti bolje predviđati buduće odluke monetarne politike i reagirati u skladu s njima (Blinder et al., 2001.).

Na taj se način javlja krug efikasnosti monetarne politike (Slika 5.), naime središnja banka odluke monetarne politike donosi temeljem ekonometrijskih modela i prognoza koje uključuju ponašanje i očekivanja subjekata na financijskom tržištu. Što je više središnja banka transparentna to će tržišni subjekti bolje predvidjeti buduće odluke monetarne politike i prilagoditi svoja očekivanja, ali i reagirati u skladu s njima.

Usklađenost reakcije subjekata financijskih tržišta s odlukama monetarne politike smanjiti će neizvjesnost na tržištu te učiniti prognoze središnje banke još preciznijima. Nadalje, preciznije će prognoze olakšati središnjoj banci donošenje budućih odluka što monetarnu politiku čini efikasnijom, iz razloga što će signali središnje banke biti jasniji i razumljiviji subjektima financijskih tržišta što u krajnosti zahtjeva manju intervenciju središnje banke na tržištu.

**Slika 5. Krug efikasnosti monetarne politike središnje banke**



Izvor: Izrada autora

Središnja banka javna je institucija, i kao takva u potpunosti je odgovorna za sve svoje aktivnosti i postupke. O monetarnoj politici vrlo mali broj građana brine, niti se previše trude razumjeti niz kompleksnih riječi koje se često koriste u ekonomiji. Prosječan građanin nije zabrinut za stabilnost cijena, ipak vrlo jako reagira na pojavu visoke inflacije. S druge strane građani pomno prate promjene u kamatnim stopama, no ne i na male promjene, jer one ne predstavljaju značajnije promjene u cijeni kredita. U malim, otvorenim ekonomijama budno prate devizni tečaj (primjerice u Hrvatskoj) iz razloga što on utječe na rate njihovih kredita (koji su većinom denominirani u stranoj valuti), ali i na prinos njihove štednje, kako i na kupovnu moć domaće valute. Građani središnje banke percipiraju kao institucije koje utječu na gospodarski rast i zaposlenost, no one prvenstveno nastoje osigurati stabilnost cijena i domaće valute, a većina središnjih banaka za glavni cilj nema punu zaposlenost i gospodarski rast (poput američkog FED-a), već ciljanje inflacije (*eng. inflation targeting - IT*). Ipak, iako

građani ne prate svaki korak središnje banke (jer većinu informacija o njenim aktivnostima dobivaju putem običnih medija) to ne znači da se središnja banka može neodgovorno ponašati prilikom provođenja monetarne politike. Pogreške u donesenim odlukama te nagle promjene u smjeru monetarne politike mogu umanjiti ugled središnje banke i pokazati upitnom njenu sposobnost upravljanja ekonomijom (Blinder et al., 2001.).

Prema riječima Miltona Friedmana razlog netransparentnosti središnjih banaka kroz povijest je: „*Izbjegavanje odgovornosti s jedne strane te postizanje ugleda u javnosti s druge*“ (citirano u Faust i Svensson 2000., navedeno u Blinder et al., 2001. str 13.). U nastavku rada pojasniti ćemo specifičan položaj ESB-a u odnosu na društvenu odgovornost. Prije svega važno je naglasiti da odgovornost i transparentnost središnje banke iako usko povezani pojmovi nisu sinonimi, te obilježavaju vrlo različite aspekte neovisnosti ESB-a. Temelj bilo kakve odgovornosti jest neovisnost i samostalnost u ponašanju subjekta kako bi on mogao svojevoljno postupati te u krajnosti odgovarati za svoje postupke. Drugim riječima odgovornost središnje banke odnosi se na odgovornost koju ona duguje narodu – građanima države koji su joj podarili ovlasti upravljanja monetarnom politikom. S druge strane transparentnost se odnosi na količinu informacija koje središnja banka dijeli s javnošću u cilju provođenja jasnije i efikasnije monetarne politike. Demokratska odgovornost ESB predstavlja kompleksno pitanje koje prelazi okvire ovog rada, no u svrhu boljeg razumijevanja funkcioniranja ESB-a ukratko je pojašnjena specifičnost ESB u kontekstu društvene odgovornosti. Kako je i u drugom poglavlju ovog rada već navedeno ESB supranacionalna je institucija te stoga nije „uobičajena“ središnja banka, te provodi monetarnu politiku za 19 zemalja članica EMU-a, dok one zadržavaju brojna prava u provođenju fiskalne politike, zdravstva, nacionalne sigurnosti, obrazovanja itd. (Europska središnja banka, 2002.).

Demokratska odgovornost odnosi se na *ex post* (nakon događaja) obrazloženje i opravdanje donesenih odluka. U slučaju da se bilo koje političko tijelo (parlament ili vlada) umiješa ili na bilo koji način direktno utječe na monetarnu politiku središnje banke, narušilo bi proces odlučivanja te bi postalo dio njega, a posljedično tome bi i dio odgovornosti za rezultate monetarne politike pao na isto to tijelo (Europska središnja banka 2002.).

Najveću dogovornost ESB ima prvenstveno prema građanima EU-a, a odnosi se na pravodobno i efikasno provođenje monetarne politike u cilju osiguranja stabilnosti cijena u europodručju. Dok su građani EU-a glavni promatrači djelovanja ESB-a glavna tijela EU-a koje sačinjavaju predstavnici građana EU (primjerice zastupnici Europskog parlamenta – u nastavku EP) provode stroži nadzor nad ESB-om. ESB objavljuje godišnja, ali i kvartalna izvješća (ali i ekonomske biltenne) o svom radu, koji služe glavnim tijelima EU-a (Europskom parlamentu, Europskoj komisiji, Vijeću EU i Europskom vijeću) u procjeni uspješnosti ESB-a u provođenju svojih zadaća. Jedan od najvažnijih instrumenata komunikacije ESB u kontekstu društvene odgovornosti jest izjava predsjednika ESB-a pred Europskim parlamentom u kojoj opravdava i detaljnije pojašnjava odluke monetarne politike, kako i izjave pred Vijećem za ekonomske i financijske poslove (ECOFIN) koje predsjednik ESB daje četiri puta godišnje, što je vrlo važno s obzirom da članovi EK i EP mogu, ali u većini slučajeva ne posjeduju stručne ekspertize iz polja monetarne politike (izabrani su političkim putem te pokrivaju široku paletu zanimanja), tako da je nadzor ovih institucija nad ESB-om više simbolične naravi. S druge strane Vijeće za ekonomske i financijske poslove (ECOFIN) sačinjavaju ministri financija država članica čija stručnost u provođenju monetarne politike i njenog utjecaja na ekonomiju im omogućava konstruktivniju kritiku djelovanja ESB-a (Europska središnja banka, 2002.).

Za razliku od središnjih banaka Ujedinjenog Kraljevstva (UK) i Sjedinjenih Američkih Država (SAD) gdje parlamenti nadziru nacionalne središnje banke, ali imaju i mogućnost utjecaja na uredbe i procedure koje one donose, pristup ESB-a u europodručju je drugačiji, naime Europski parlament ima mogućnost uključenja u diskusiju sa službenicima središnje banke no nema utjecaja na uredbe i ciljeve ESB (Blinder et al., 2001.). Također zastupnici Europskog parlamenta, ali i Europske komisije iako imaju razumijevanje o monetarnoj politici, nisu stručnjaci u tom području, stoga je razumljivo da je njihov utjecaj na ESB prilikom donošenja odluka ograničen.

### **3.2. Politika budućih smjernica**

Utjecaj monetarne politike na realnu ekonomiju ne odnosi se samo na definiranje kratkoročnih kamatnih stopa već i na temelju očekivanja sudionika financijskih tržišta, ali i šire javnosti kako će se kamatne stope kretati u budućnosti. Očekivanja kako će se kamatne stope kretati u budućnosti izrazito su važne jer značajno utječu na investicijske odluke i potrošnju šire javnosti. Primjerice ako kućanstva očekuju

povećanje kamatnih stopa u budućnosti smanjiti će potrošnju, također poduzeća će smanjiti investicije (širenje pogona, otvaranje novih prodavaonica, širenje na nova tržišta). Smanjenje potrošnje i investicija temeljem očekivanja šire javnosti mogu utjecati na pad proizvodnje, zaposlenosti i cijena. Stoga, ako je središnja banka u stanju putem politike budućih smjernica utjecati na očekivanja šire javnosti vezana za buduća kretanja kratkoročnih kamatnih stopa (koje kako je ranije pojašnjeno putem monetarnog transmisijskog mehanizma utječu na srednjoročne i dugoročne kamatne stope) biti će u stanju učinkovitije usmjeravati realnu ekonomiju u željenom smjeru (Europska središnja banka, 2014.). Za provođenje efikasne monetarne politike koristeći se instrumentom politike budućih smjernica središnja banka mora zadovoljiti dva uvjeta (Europska središnja banka, 2014., str. 66):

1. Središnja banka mora jasno definirati i priopćiti primarni cilj koji želi postići.
2. Središnja banka mora jasno definirati i priopćiti strategiju čijom implementacijom namjerava postići primarni cilj.

Ako su navedeni uvjeti zadovoljeni ponašanje središnje banke i njene reakcije na ekonomska kretanja biti će jasnija tržišnim sudionicima. Tržišni će sudionici tada biti u stanju lakše predvidjeti buduće odluke monetarne politike. Nadalje, ciljanje inflacije za efekt ima usidranje dugoročnih inflacijskih očekivanja, s obzirom da središnja banka određuje koliku razinu inflacije tolerira odnosno nastoji postići (Europska središnja banka, 2014.).

Politika budućih smjernica kao instrument monetarne politike češće se počinje koristiti za vrijeme svjetske ekonomske krize, iz razloga što su se kamate u tom razdoblju drastično približile nuli, što je otežalo daljnje popuštanje monetarne politike u cilju stimuliranja gospodarstva (zamka likvidnosti). Detaljnije informacije od strane središnje banke implicirale su da s obzirom na trenutnu situaciju središnja banka namjerava referentne kamatne stope zadržati nepromijenjenima, te na taj način utjecale su (a i danas utječu) na tržišna očekivanja poboljšavajući efikasnost monetarnog transmisijskog mehanizma. Politika budućih smjernica može (kako je i pojašnjeno u prethodnom poglavlju) smanjiti financijsku volatilnost i poboljšati financijsku stabilnost što je vrlo korisno u neizvjesnom razdoblju poput krize.

U teoriji najveći nedostatak politike budućih smjernica je taj da s obzirom da središnja banka objavljuje kako će se kamatne stope u budućnosti kretati smanjuje slobodu



provođenja monetarne politike jer se obvezuje zadržati kamatne stope na prognoziranoj razini. No, u praksi središnje banke se ne obvezuju provesti konkretne mjere monetarne politike već u smislu politike budućih smjernica nastoje pojasniti da sukladno trenutnim ekonomskim okolnostima smjer kretanja kamatnih stopa neće se mijenjati, te na taj način osiguravaju više manevarskog prostora u provođenju monetarne politike. Razlikujemo 4 vrste politike budućih smjernica (Europska središnja banka, 2014., str. 68):

1. **Opće kvalitativne buduće smjernice** ne definiraju datum izvođenja određenih mjera, niti iznose u kojima bi se mjere mogle provesti, već samo potvrđuju smjer monetarne politike. Na ovaj način FED u 2003. godini izjavljuje „da se ekspanzivna monetarna politika može primjenjivati dulje razdoblje“, a sličnim se izjavama koristila i nakon izbijanja krize 2008. godine.
2. **Kvalitativne smjernice uvjetovane ekonomskom situacijom** daju kvalitativne informacije o mogućim kretanjima kamatnih stopa, uz to prognoze su dopunjene informacijama o trenutnom makroekonomskom stanju koje definiraju moguće mjere monetarne politike. ESB primjenjuje ovakvu politiku budućih smjernica od 4. srpnja 2013. godine, dok se BoJ (*eng. Bank of Japan*) koristio ovom politikom još od 1999. godine kada objavljuje da će kamatne stope održavati blizu nule sve dok „deflatorni pritisci ne budu neutralizirani“.
3. **Terminski uvjetovana politika budućih smjernica** podrazumijeva da se na temelju prognoziranih makroekonomskih kretanja monetarna politika neće mijenjati do određenog datuma. Primjerice središnja banka Kanade u travnju 2009. godine primjenjuje ovu vrstu politike budućih smjernica izjavljujući da „uvjetovano budućim kretanjima inflacije, očekuje se da će se ciljana prekonoćna kamatna stopa zadržati na trenutnoj razini do kraja drugog kvartala 2010. godine“. FED je 2011. godine implementirao ovu vrstu politike budućih smjernica.
4. **Politika budućih smjernica uvjetovana ishodima** podrazumijeva definiranje konkretnih numeričkih pragova koje uvjetuju aktivnosti središnje banke prema prognoziranim makroekonomskim kretanjima i varijablama. Krajem 2012. godine FED implementira politiku budućih smjernica uvjetovanom ishodima (definirajući pragove za nezaposlenost i inflaciju), što je također učinila i BoE

(eng. *Bank of England*) u kolovozu 2013. godine definirajući prag nezaposlenosti.

Politika budućih smjernica opće prisutan je instrument monetarne politike ESB, primjerice na konferenciji za medije koja je održana u Tallinnu, Estoniji 8. lipnja 2017. godine uvodna izjava predsjednika ESB-a Maria Draghija glasi ovako (Europska središnja banka, 2017.):

„Dame i gospodo, ...

Na temelju svojih redovitih ekonomskih i monetarnih analiza odlučili smo zadržati **ključne kamatne stope ESB-a** nepromijenjenima. Očekujemo da će i dalje ostati na sadašnjim razinama tijekom duljeg razdoblja, zasigurno dulje od razdoblja naših neto kupnji vrijednosnih papira. U vezi **s nestandardnim mjerama monetarne politike** potvrđujemo da se predviđa da će se neto kupnje vrijednosnih papira u sadašnjem mjesečnom iznosu od *60 mlrd. EUR provoditi do kraja prosinca 2017., ali i duže ako to bude potrebno, u svakom slučaju sve dok Upravno vijeće ne zaključi da je došlo do postojane prilagodbe inflacijskih kretanja u skladu s ciljnom razinom stope inflacije. Neto kupnje provodit će se istodobno s reinvestiranjem glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira.*“

Važna napomena je ta da su slova u masnom podebljana od strane ESB-a, a naglašavaju odluku o ključnim kamatnim stopama ESB-a i također o nestandardiziranim mjerama monetarne politike. Dio uvodnog dijela izjave predsjednika ESB-a u *kurzivu* predstavlja politiku budućih smjernica ESB-a, jer se u tom dijelu ESB obvezuje provesti ili provoditi kupnje vrijednosnih papira u određenom vremenskom razdoblju. Zatim u nastavku izjave slijedi (Europska središnja banka, 2017.):

„Istodobno gospodarski rast još nije prouzročio snažnija inflacijska kretanja. Mjere temeljne inflacije i dalje su slabe. *Stoga je i dalje potreban vrlo visok stupanj prilagodljivosti monetarne politike da bi se temeljni inflacijski pritisci povećali i poduprli ukupnu inflaciju u srednjoročnom razdoblju. Ako se u međuvremenu pogoršaju izgledi ili financijski uvjeti ne budu u skladu s daljnjim napretkom u postojanoj prilagodbi inflacijskih kretanja, spremni smo povećati*

*opseg programa kupnje vrijednosnih papira i/ili produjiti razdoblje njegove provedbe.“*

U ovom dijelu izjave u potpunosti se definira kako će se ESB ponašati u budućnosti na temelju trenutnih financijskih uvjeta i stanja u ekonomiji. Smatram da su ova dva paragrafa izrazito važna za očekivanja sudionika financijskih tržišta, jer temeljem njih sa visokom dozom sigurnosti znaju da ESB neće podizati referentne kamatne stope u kratkom roku. Dodatno, ako se pogoršaju financijski uvjeti, ESB je spremna intervenirati programima kupnje vrijednosnih papira.

Načelno, odluka središnjih banaka da počinju primjenjivati politiku budućih smjernica odražava napore središnjih banaka u poučavanju tržišnih sudionika kako će na buduće odluke monetarne politike utjecati promjene u ekonomskim kretanjima, dok istovremeno politika budućih smjernica čvršće povezuje odluke monetarne politike s glavnim ekonomskim ciljevima središnje banke. Odluka Upravnog vijeća ESB o implementaciji politike budućih smjernica donesena je u vrijeme kada su tržišne kamatne stope poprimile uzlazni trend uz povećanu volatilitnost. Kako je razloženo kod monetarnog transmisijskog mehanizma, kamatne stope na međubankarskom tržištu imaju važnu ulogu u učinkovitosti monetarne politike, jer je međubankovno tržište dio prvog stupnja transmisijskog mehanizma. Povećana volatilitnost međubankarskog tržišta utječe na pravilno prenošenje signala od strane središnje banke ka realnoj ekonomiji, a također utječe na očekivanja budućih kretanja kamatnih stopa. U cilju suzbijanja negativnih posljedica ESB implementira politiku budućih smjernica usidravajući očekivanja tržišnih sudionika o budućim kretanjima referentnih kamatnih stopa (Europska središnja banka, 2014.).

Veliku važnost u priopćenjima središnjih banaka ima politika budućih smjernica, koja je usmjerena na pružanje sudionicima financijskih tržišta informacije o budućim makroekonomskim kretanjima i mogućim mjerama monetarne politike. U literaturi (Campbell et al. 2012. navedeno u Moessner et al., 2015.) politiku budućih smjernica klasificiraju temeljem sadržaja priopćenja na delfsku ili odisejsku. Delfska priopćenja podrazumijevaju politiku budućih smjernica koja se odnosi na objavu prognoza o makroekonomskim kretanjima i mogućim odlukama monetarne politike središnje banke (središnju banku poistovjećuje se s prorokom iz Delfija – Pitije). S druge strane,

odisejska<sup>3</sup> priopćenja odnose se na vezivanje središnje banke da će provesti određene mjere monetarne politike u budućnosti (središnja banka vezuje se uz svoju odluku i prihvaća neizvjesnu budućnost) (Moessner et al., 2015.). Zbog konkretnog vezivanja monetarne politike nijedna središnja banka u praksi ne koristi odisejsku politiku budućih smjernica, dok unutar delfske politike budućih smjernica Moessner et al. (2015.) kategoriziraju politiku budućih smjernica koju nazivaju „ezopskom“ (*eng. Aesopian forward guidance*), a definiraju ju kao politiku budućih smjernica u neuobičajenim situacijama (poput niskih ili nultih kamatnjaka), gdje prognoze središnje banke vezane za razvoj kamatnih stopa, monetarne politike, ili makroekonomskih aktivnosti, predstavljaju izvor informacija za tržište ne obvezujući središnju banku na konkretno djelovanje. Politika budućih smjernica može biti važan instrument u provođenju efikasne monetarne politike i onda kada nije moguće daljnje smanjenje referentnih kamatnih stopa jer dugoročne kamatne stope više reagiraju na ekonomska kretanja (investicijske odluke kućanstava i poduzeća, pa i države) nego na promijene kamatnih stopa, jer se politikom budućih smjernica može utjecati na očekivanja tržišnih subjekata (Blinder et al., 2008.).

ESB politiku budućih smjernica provodi od 4. srpnja 2013. godine kada je nakon sastanka Upravnog vijeća objavila „očekujemo da će ključne kamatne stope ESB-a ostati nepromijenjene na trenutnim niskim razinama na duže vrijeme“ (Europska središnja banka, 2014., str. 65). Politika budućih smjernica ESB-a provodi se uzimajući u obzir primarni cilj i instrumente vlastite monetarne politike. Očekivanja o kretanju kamatnih stopa Upravnog vijeća temelje se na procjeni kretanja inflacije u kratkom i srednjem roku, što je u skladu s primarnim ciljem ESB-a, odnosno održavanjem cijena stabilnim, na način da se inflacija kreće blizu, ali ispod 2%. Nadalje, fraza „na duže vrijeme“ kao dio politike budućih smjernica ESB predstavlja fleksibilan alat jer ne definira datum završetka mjere monetarne politike, niti se oslanja na kvantitativne pragove (poput određene razine gospodarskog rasta, stope nezaposlenosti itd.), već je duljina vremenskog perioda određena od strane Upravnog vijeća čija se procjena temelji na razvoju inflacije u srednjem roku. Prema ranije navedenim vrstama politike budućih smjernica, politiku budućih smjernica ESB-a moguće je svrstati u više kategorija. Primjerice, s početkom implementacije politika budućih smjernica ESB-a

---

<sup>3</sup> Kao što se Odisej vezao za jarbol broda ne bi li odolio zovu sirena, tako prepuštajući kretanje broda sudbini. U monetarnoj politici predstavlja gubitak manevarskog prostora i slobode u odlučivanju.

spadala bi pod *kvalitativne smjernice uvjetovane ekonomskom situacijom*, s obzirom da ne definira točno razdoblje trajanja mjera monetarne politike niti numeričke pragove ili iznose u kojima će se one provoditi (Europska središnja banka, 2014.).

Današnju politiku budućih smjernica ESB moguće je kategorizirati kao *terminski uvjetovanu politiku budućih smjernica* s obzirom da je u prije citiranoj izjavi predsjednika Draghija jasno definirano da se monetarna politika neće mijenjati do kraja prosinca 2017. godine, a uz to je definiran i iznos neto kupnji vrijednosnih papira u mjesečnom iznosu od 60 mlrd. EUR (Europska središnja banka, 2014. i 2017.). Politika budućih smjernica ESB prvenstveno je delfske naravi, odnosno tijekom izjave naglašava se da je odluka monetarne politike donesena na temelju prognoziranih kretanja ESB-u ključnih makroekonomskih i monetarnih varijabli. Odisejski elementi politike budućih smjernica javljaju se u obliku spremnosti ESB-a da produlji i/ili pojača prilagodljivost monetarne politike u slučaju pogoršanja financijskih uvjeta.

Ciljanje inflacije relativno je nov instrument monetarne politike, stoga nije ni čudno da njegov utjecaj na financijska tržišta još uvijek nije posve jasan. Iako je jasan utjecaj promjene referentnih kamatnih stopa na gospodarstvo putem transmisijskog mehanizma, istraživanja utjecaja prognoza središnje banke i politike budućih smjernica na kretanja financijskih tržišta tek su na početku. Politika budućih smjernica počinje se značajnije koristiti za vrijeme svjetske ekonomske krize, a u razdoblju nakon, pokazala se korisnim instrumentom zbog utjecaja na očekivanja sudionika na financijskim tržištima pružajući informacije o budućem smjeru monetarne politike (Moessner et al., 2015.). Politika budućih smjernica omogućava središnjoj banci da kamatne stope zadržava na nižim razinama duže vrijeme, pružajući monetarni stimulus ekonomiji i održavajući cijene stabilnima.

U praksi politiku budućih smjernica prvo počinje primjenjivati središnja banka Novog Zelanda (eng. Reserve Bank of New Zealand – RBNZ). U lipnju 1997. godine počinje kvartalno objavljivati projekcije kretanja kamatnih stopa (devedesetodnevnih) u izjavama monetarne politike (*engl. Monetary Policy Statements – MPS*) koje sadržavaju analizu trenutnih ekonomskih varijabli, ali i prognoze za iste. Kako se središnje banke objavljivanjem određenih prognoza mogu vezati za provođenje određenih mjera monetarne politike, sve središnje banke pa tako i RBNZ naglašava „delfsku“ narav priopćenja. Također prognoze središnje banke podložne su

promjenama te tako utječu na aktivnosti središnje banke, drugim riječima središnje banke žele naznačiti da ih objave prognoza ne obvezuju već informiraju tržišne sudionike o mogućim kretanjima ključnih ekonomskih varijabli (Moessner et al., 2015.).

Politika budućih smjernica pozitivno je utjecala na porast cijena dionica, deprecijaciju dolara te porast srednjoročnih inflacijskih očekivanja u SAD-u. Također su na smanjenje vrijednosti dolara i snižavanje dugoročnih kamatnjaka imala priopćenja vezana za selektivno kreditiranje. S druge strane, u UK politika budućih smjernica nije se pokazala dobrim instrumentom monetarne politike, utjecala je na snižavanje dioničkog indeksa, aprecijaciju funte te porast kamatnjaka na 10-godišnje državne obveznice. BoE ističe da politiku budućih smjernica koristi u cilju veće transparentnosti prilikom komuniciranja s javnošću, a ne kao instrument monetarne politike (Nakić, 2015.). U sljedećem potpoglavlju razmatramo koji su konkretni ekonomski učinci priopćenja središnjih banaka na financijska tržišta.

### **3.3. Ekonomski učinci priopćenja središnjih banaka**

Danas se središnje banke koriste raznovrsnim komunikacijskim kanalima, od brošura, medija, konferencija za medije, intervjua, široke dostupnosti podataka i analiza, pa do mrežnih stranica koje su prepune sadržaja kako bi što bolje prenijele najvažnije poruke javnosti. Komuniciranje sa stručnom javnosti ne predstavlja izazov, jer ona prati medije koji su specijalizirani za financijske vijesti (primjerice Bloomberg). No pravi izazov je komunikacija sa širim građanstvom koja većinu informacija prima putem nespecializiranih medija. Mediji prilikom prenošenja vijesti o monetarnoj politici suočavaju se s dva problema. Prvi je problem na koji će se način informacije središnje banke pojednostaviti, a da ne dođe do pogreške u tumačenju monetarne politike. Drugi, središnja banka ima monopolsku poziciju u provođenju monetarne politike, no za potrebe diskusije potrebno je diversificirati izvore informacija i analize. Nadalje, mediji uvijek traže suprotna mišljenja, stoga središnje banke trebaju dobro informirane kritičare koji će izazvati njihove riječi i dijela. Promatrači središnje banke najčešće su djelatnici financijskih institucija, medija i članovi akademske zajednice. Za razliku od široke javnosti – građana, ovu skupinu ljudi obilježavaju njihove ekspertize koje dijele s djelatnicima središnje banke poput tehničke pozadine (stručnost i obrazovanje) ili vještine tumačenja objava od strane središnje banke. Promatrači imaju važnu ulogu u tumačenju aktivnosti monetarne politike središnje banke, pojednostavljujući i objašnjavajući njene odluke. Za središnje banke promatrači mogu biti prijatelji, ali i

neprijatelji. Ono prvo su kada šire informacije, pojašnjavaju i brane akcije središnje banke, dok kada su izrazito kritični, te nagađaju o potezima središnje banke koje nisu popularne postaju neprijatelji središnje banke. Stavovi i argumenti promatrača središnjih banka mogu utjecati na investicijske odluke poduzeća i kućanstava, koje onda mogu indirektno utjecati na financijska tržišta u obliku povećanja/smanjenja kreditne aktivnosti realnog sektora. Transparentnost je i ovdje savršen alat pomoću kojeg središnje banke mogu uspostaviti dobre odnose s promatračima, što dovodi do smanjenja rizika pogrešnog tumačenja signala središnje banke (Blinder et al., 2001.).

Financijska tržišta dio su transmisijskog mehanizma putem kojeg se aktivnosti monetarne politike „prelijevaju“ na realnu ekonomiju. Ovim kanalom transmisijskog mehanizama (Slika 3., str. 14) dominiraju očekivanja sudionika financijskih tržišta te je iz tog razloga većina informacija središnje banke direktno usmjerena financijskim tržištima. Stabilnost financijskih tržišta jedna je od najvažnijih odgovornosti središnjih banaka te prilikom provođenja svake aktivnosti monetarne politike središnje banke s opreznošću prate ponašanje financijskih tržišta. Financijska tržišta vrlo su dinamična i osjetljiva na neočekivane promjene. Ona su izrazito promjenjiva, funkcioniraju u različitim vremenskim intervalima (od par sekundi do nekoliko mjeseci, godina itd.) u kojima se zbog dinamičnosti otvara niz mogućnosti za ostvarivanje profita (poput špekulacija, swap i forward ugovora itd). S druge strane utjecaj promjena na financijskim tržištima na realnu ekonomiju vidljiv je tek nakon nekoliko mjeseci (Blinder et al., 2001.).

Iako priopćenja središnjih banaka trenutno utječu na očekivanja financijskih tržišta njihov utjecaj na dugoročne kamatne stope i ostalu financijsku imovinu slabi i javlja se s određenim vremenskim odmakom, slično kako i promjene referentnih kamatnih stopa „kolaju“ kroz monetarni transmisijski mehanizam (Slika 3., str. 14), (Blinder et al., 2008.).

Utjecaj priopćenja na očekivanja sudionika financijskih tržišta vrlo je koristan u situacijama kada su referentne kamatne stope vrlo blizu nule uz slabu ili niti prisutnu inflaciju. Naime, monetarni poticaj u obliku snižavanja kamatnih stopa postaje vrlo neefikasan, a daljnje snižavanje kamatnih stopa je ograničeno. Stoga, koristeći se priopćenjima središnje banke mogu putem politike budućih smjernica bez promjene kamatnih stopa utjecati na gospodarska kretanja (Woodford, 2005.). U sličnoj se

poziciji danas nalazi i ESB, nakon razvoja svjetske ekonomske krize 2008. godine i krize europodručja 2010. godine kamatne stope na glavne operacije refinanciranja u cilju poticanja gospodarstva padaju ispod 2%, a danas čak iznose 0%, što predstavlja najveći mogući monetarni poticaj putem kamatnog kanala. No, kako ESB utječe na očekivanja sudionika financijskih tržišta, te na koji način ih usmjerava, ako su referentne kamatne stope vrlo blizu (ili jednake) nuli i ako ih kroz duža vremenska razdoblja zadržava na jednakoj razini? (Tablica 5., str. 64.). Sudeći prema dokazima u ovom radu, ESB sudionike na financijskim tržištima usmjerava koristeći se različitim komunikacijskim kanalima, a informacije u priopćenjima ESB-a imaju značajan utjecaj na njihova očekivanja, koja pokreću cijene financijske imovine u željenom smjeru.

Nadalje, stav brojnih ekonomista je da se suvremena monetarna politika sve manje odnosi na *upravljanje kamatnim stopama* (određivanjem referentnih kamatnih stopa), već provođenje efikasne monetarne politike *podrazumijeva upravljanje očekivanjima sudionika financijskih tržišta i šire javnosti* (Blinder et al., 2008., str. 14). Stoga, iako središnje banke kontroliraju kratkoročne kamatne stope određivanjem referentne kamatne stope, njihova sposobnost da utječu na očekivanja sudionika financijskih tržišta predstavlja važan instrument u provođenju monetarne politike.

U literaturi su razvijeni tri pristupa mjerenja efekata komunikacija središnje banke (De Haan, 2008., str. 382):

1. Pod pretpostavkom da komunikacije središnje banke utječu na povrate financijske imovine, volatilnost povrata veća je na dane kada su priopćenja središnje banke objavljena, jer signali sadrže „vijesti ili novosti“. Kohn i Sack 2003. godine (u radu pod nazivom *Central bank talk: Does it matter and why?*) zaključuju da ovaj pristup dokazuje da priopćenja središnje banke stvaraju „vijesti“ no ne dokazuje smanjuju li šumove na tržištu.
2. Sljedeći pristup kvantificira utjecaj priopćenja na financijsku imovinu i smjer njihova utjecaja. Priopćenja središnje banke klasificiraju se temeljem njihova sadržaja i namjere, te predstavljaju određenu numeričku vrijednost, primjerice ovisno o autorima istraživanja koriste se skale od -1 do +1 (Jansen i De Haan 2005., Erhmann i Fratzscher 2007.), ili od -2 do +2 (Berger et al. 2006.; Rosa i Verga 2007.; Heinemann i Ullrich, 2007., te Musard-Gies 2006.). Numerička skala predstavlja pozitivne (najava oštrije monetarne politike – povećanje

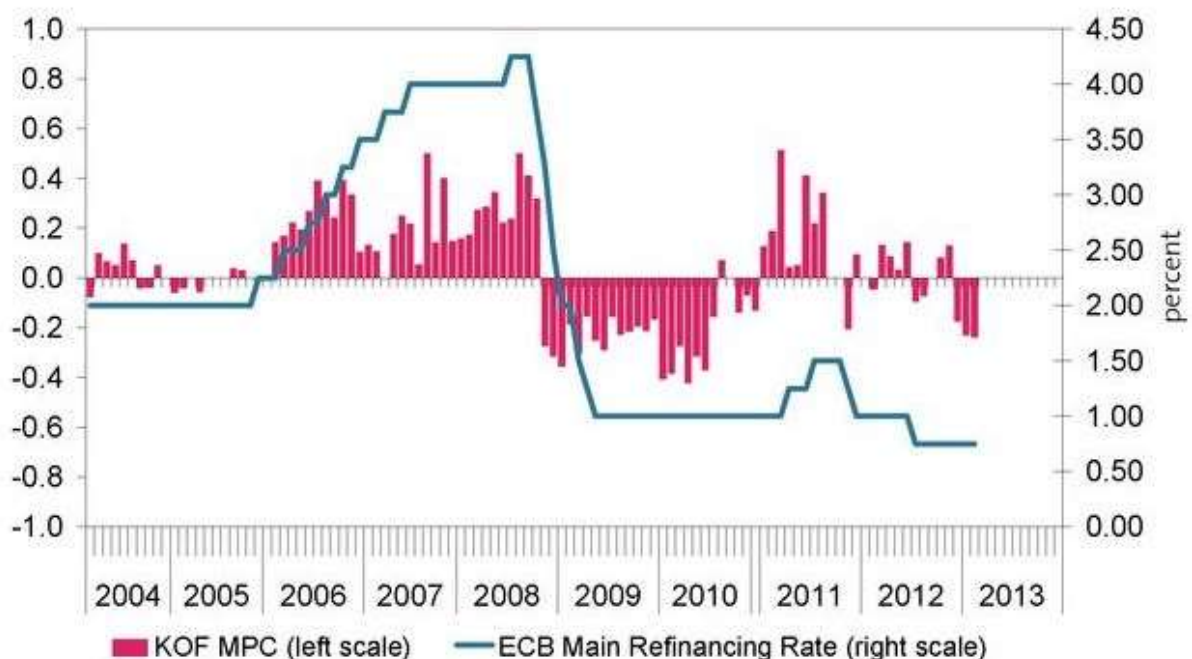


kamatnih stopa), negativne (najava labavije monetarne politike – smanjenje kamatnih stopa) i neutralne (zadržavanje kamatnih stopa na trenutnoj razini) signale priopćenja. Baš je kvantificiranje, odnosno kategoriziranje priopćenja središnje banke na pozitivne, negativne i neutralne najveća slabost ovog pristupa jer je to subjektivan proces i moguće su računске pogreške.

Švicarski ekonomski institut (*eng. KOF Swiss Economic Institute*) razvio je indikator nazvan KOF MPC (*eng. Monetary Policy Communicator*) koji pruža kvantitativnu mjeru priopćenja ESB. Slika 6. prikazuje kretanje KOF MPC indeksa i kamatne stope na GOR u razdoblju od 2004. do 2013. godine. S lijeve strane prikazane su vrijednosti KOF MPC indeksa (ružičasti stupovi), dok je plavom linijom prikazana visina GOR (u postocima – desna skala) u promatranom razdoblju.

KOF MPC indeks kvantificira učinak izjave predsjednika ESB-a nakon sastanka Upravnog vijeća i odluke monetarne politike fokusirajući se na rizik i stabilnost cijena te ih objedinjuje u indeks.

**Slika 6. Kretanje KOF MPC indikatora i kamatne stope glavnih operacija refinanciranja ESB u razdoblju od 2004. do 2013. godine (u postocima)**



Izvor: **KOF Swiss Economic Institute (2017.)** KOF Monetary Policy Communicator, dostupno na: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-monetary-policy-communicator.html> (8.7.2017.)

Agregirajući izjave koje sadrže prognoze razvoja cijena KOF MPC indeks sadrži informacije o budućim potezima - odlukama monetarne politike od strane ESB. Indeks uspijeva predvidjeti promjene kamatne stope na glavne operacije refinanciranja dva do tri mjeseca unaprijed.

Što je vrijednost indeksa (visina stupca u Slici 6.) veća (pozitivna ili negativna) to je vjerojatnost da će u nadolazećim mjesecima doći do promjene (povećanja ili smanjenja) kamatne stope na glavne operacije refinanciranja veća. Tako je primjerice moguće zapaziti da je indeks tijekom 2006. i 2007. godine pokazivao visoke pozitivne vrijednosti netom prije podizanja referentne kamatne stope, slične situacije mogu se uočiti i u nastavku prikazanog razdoblja (KOF, 2017.).

Koristeći se Slikom 6. moguće je zaključiti da indeks zaista predviđa buduće promjene u promatranom razdoblju, što potvrđuje da sudionici financijskih tržišta mogu na temelju priopćenja središnje banke predvidjeti promjene u referentnim kamatnim stopama, te temeljem tih procjena prilagoditi vlastita očekivanja. Dodatno iz Slike 6. vidljivo je kako indeks nije stopostotno precizan. S obzirom da je indeks usmjeren na buduće odluke monetarne politike važno je da je indeks u stanju predvidjeti promjenu smjera monetarne politike, dok visina promjene nije toliko bitna.

3. Posljednji treći pristup predložen je od strane Gurkaynak et al. (*Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements, 2005.*) koje se odnosi na indirektno mjerenje derivirano od reakcija subjekata financijskih tržišta. Odluke monetarne politike objavljuju se u 13:45<sup>h</sup>, dok se konferencija za medije održava 45 min kasnije (14:30<sup>h</sup>), a zbog te zadržke reakcija financijskih tržišta na odluku monetarne politike može biti razdvojena od reakcija financijskih tržišta na izjavu predsjednika ESB-a o kretanju ekonomije u budućnosti koristeći se podacima visoke frekvencije (De Haan, 2008.).

Prema navedenim pristupima mjerenja utjecaja priopćenja na financijska tržišta moguće je zaključiti da je vrlo teško precizno kvantificiranje utjecaja priopćenja središnjih banaka na očekivanja sudionika financijskih tržišta. U sljedećem poglavlju provodi se komparativna analiza utjecaja komunikacija ESB na financijska tržišta.

#### **4. Komparativna analiza utjecaja komunikacija Europske središnje banke na financijska tržišta**

U prethodna dva poglavlja pojašnjena je jedinstvena monetarna politika ESB-a i važnost priopćenja središnjih banaka. U drugom je poglavlju navedeno kojim se instrumentima ESB koristi u provođenju monetarne politike, kako je svjetska financijska kriza prouzročila dužničku krizu europodručja te kako je, i zašto ESB reagirala na istu. Nadalje, u prethodnom poglavlju navedeni su teorijski razlozi zašto je komunikacija između središnje banke i financijskih tržišta, ali i šire javnosti važna, koje su prednosti priopćenja središnjih banaka, kako se središnje banke njima koriste i koji su očekivani ekonomski učinci priopćenja središnjih banaka. Ovo poglavlje bavi se analizom utjecaja komunikacija ESB na financijska tržišta kao instrumenta monetarne politike.

Monetarna politika ima direktan i indirektan utjecaj na volatilitnost financijskih tržišta. Promjenom referentnih kamatnih stopa, a prvenstveno kamatne stope na glavne operacije refinanciranja (GOR) ESB utječe na realne kamatne stope, dok se indirektni utjecaj javlja u obliku promjena financijskim tržištima značajnih varijabli koje su pod utjecajem monetarne politike poput inflacije i dohotka. U nastavku rada prikazuje se analiza empirijskih istraživanja koja se fokusiraju na utjecaj priopćenja središnjih banaka na financijska tržišta. Empirijska istraživanja podijeljena su po kanalima komunikacije koje koriste u analizi, a to su: zapisnici sastanka vijeća za monetarnu politiku i rezultati glasovanja o odluci monetarne politike, izjave i konferencije za medije, govori i intervjui, izvješća i publikacije središnjih banaka (Knutter et al., 2011.).

Cilj ovog poglavlja je dokazati da su priopćenja ESB važan instrument njene monetarne politike. Temeljem rezultata empirijskih istraživanja nastojimo predstaviti moguće dokaze da priopćenja ESB-a imaju važnu ulogu u oblikovanju očekivanja sudionika financijskih tržišta i usmjeravanju istih u željenom smjeru.

Priopćenja središnje banke možemo definirati kao pružanje informacija o ciljevima i strategiji monetarne politike te pogleda na buduće ekonomske događaje i buduće odluke monetarne politike od strane središnje banke javnosti (De Haan, 2008., str.377). ESB prvenstveno koristi 4 komunikacijska kanala (De Haan, 2008., str. 380):

1. Najvažniji komunikacijski kanal ESB-a jest uvodna izjava predsjednika ESB-a na konferenciji za medije nakon mjesečnog sastanka Upravnog vijeća na kojem se donose odluke monetarne politike. Nakon sastanka Upravnog vijeća odluka se objavljuje u 13:45<sup>h</sup>, a 45 minuta kasnije, oko 14:30<sup>h</sup> predsjednik s potpredsjednikom ESB-a daje izjavu za medije te u nastavku konferencije odgovaraju na pitanja novinara vezanih za donesenu odluku monetarne politike.
2. Drugi najvažniji komunikacijski kanal ESB jest ekonomski bilten koji se objavljuje tjedan dana nakon svakog sastanka Upravnog vijeća vezanog za monetarnu politiku. Ekonomski bilten sadržava prognoze o budućim ekonomskim zbivanjima i informacije o modelima, metodama i indikatorima putem kojih su dobivene prognoze središnje banke. Najčešće urednički dio publikacije sadrži kratko objašnjenje odluke monetarne politike o povećanju/smanjenju ili zadržavanju kamatnih stopa donesene na posljednjem sastanku Upravnog vijeća.
3. Treći komunikacijski kanal ESB odnosi se na svjedočenje (*eng. testimonies*) predsjednika ESB pred Europskim parlamentom. Četiri puta godišnje predsjednik svjedoči pred Vijećem za ekonomske i financijske poslove te detaljnije objašnjava odluke monetarne politike od strane ESB-a i njihov pogled na buduća ekonomska kretanja – prijepisi svjedočenja dostupni su na mrežnim stranicama ESB i EP.
4. Posljednji komunikacijski kanal ESB odnosi se na govore i intervjuve vezane uz monetarnu politiku od strane djelatnika ESB tj. članova Upravnog vijeća. Kako je na početku rada navedeno ESB je supranacionalna institucija koja usko surađuje s nacionalnim središnjim bankama, stoga guverneri nacionalnih središnjih banaka nastoje objasniti odluke ESB-a vlastitoj javnosti.

Utjecaj priopćenja ESB na financijska tržišta mjeri se putem različitih indikatora koji su razvijeni kako bi se kvantificirao utjecaj priopćenja na financijska tržišta na zadanom vremenskom horizontu – dospijeću, poput indeksa koji razvijaju Berger et al. (2006.) nazvan BHS (prema autorima H. Berge, J. De Haan, i J-E. Sturm). Indikator odražava mišljenja svih članova Upravnog vijeća koja su sažeta u predsjednikovoj uvodnoj izjavi prilikom medijske konferencije koja se mjesečno održava nakon sastanaka Upravnog vijeća vezanog za monetarnu politiku. Utjecaj priopćenja mjeri se putem dnevne reakcije Euribora različitih dospijeća. Temeljem pretpostavke da se ESB percipira kao

vjerodostojna središnja banka, tada bi financijska tržišta trebala vjerovati njenim izjavama, nadalje ako je ESB dovoljno transparentna odluke monetarne politike ne bi imale efekt iznenađenja na financijska tržišta te bi ona bila u stanju predvidjeti promjene kamatnih stopa pod utjecajem središnje banke (Lamla, Rupperecht, 2006).

#### 4.1. Zapisnici sastanka vijeća za monetarnu politiku i rezultati glasovanja o odluci monetarne politike

Zapisnici vijeća za monetarnu politiku (odnosno u slučaju ESB Upravnog vijeća) i rezultati njihova glasovanja korisnicima pružaju važne informacije o budućim odlukama monetarne politike i ekonomskim kretanjima. Rezultati glasovanja monetarne politike daju informacije o „ujednačenosti“ vijeća o donesenoj odluci monetarne politike i kolika je vjerojatnost promjene te odluke na budućem sastanku vijeća. ESB ne objavljuje zapisnike sastanka Upravnog vijeća, niti objavljuje rezultate glasovanja o odluci monetarne politike jer bi se to negativno odrazilo na „kolegijalnost“ vijeća, za koje ESB tvrdi da odluke monetarne politike donosi konsenzusom. U cilju utvrđivanja utjecaja ovog komunikacijskog kanala Knutter, Mohr i Wagner (2011.) revidiraju nekoliko istraživanja čiji su rezultati prikazani u Tablici 2.

**Tablica 2. Empirijska istraživanja vezana za financijsku stabilnost i komunikacije središnje banke – ZAPISNICI, REZULTATI GLASOVANJA**

Rad	Rezultati	Država/e
Andresson et al. (2006.)	Zapisnici imaju mali i nevažan efekt na očekivanja investitora vezana uz kamatne stope.	Švedska
Chadha i Nolan (2001.)	Implementacija ciljanja inflacije i objavljivanje zapisnika značajno utječe na promjenjivost kratkoročnih kamatnih stopa.	UK
Clare i Courtenay (2001.)	Zapisnici povećavaju promjenjivost cijena za većinu promatrane financijske imovine.	UK
Connolly i Kohler (2004.)	Zapisnici u UK imaju malen, ali značajan utjecaj na očekivanja kamatnih stopa, u slučaju SAD utjecaj je statistički beznačajan.	Australija, Kanada, SAD, Europodručja, Novi Zeland, UK
Reeves i Sawicki (2007.)	Zapisnici povećavaju volatilnost cijena na financijskim tržištima.	UK
Rigobon and Sack (2004.)	Cijene financijske imovine i tržišne kamatne stope oštrije reagiraju na promjene monetarne politike na dane kada se održavaju sastanci FOMC vijeća.	SAD
Van Bleijswijk et al. (2007.)	Zapisnici utječu na promjenjivost dugoročnih kamatnih stopa.	SAD

Izvor: Knutter R., Mohr B., Wagner H. (2011.) *The Effects of Central Bank Communication on Financial Stability: A Systematization of the Empirical Evidence*, str. 23, [online] dostupno na: <https://www.fernuni-hagen.de/wirtschaftswissenschaft/download/beitraege/db463.pdf>

Od navedenih empirijskih istraživanja samo se jedno istraživanje bavi državama europodručja, što je i razumljivo s obzirom da se ESB ne koristi ovim komunikacijskim kanalom. Rezultati istraživanja (njih četiri od promatranih sedam) pokazuju da financijska tržišta reagiraju na objavu zapisnika i rezultata glasovanja od strane BoE za Ujedinjeno Kraljevstvo. Rezultati nalažu da ovaj komunikacijski kanal „pokreće“ financijska tržišta UK u obliku veće volatilnosti u kratkom roku. Kako što smo pojasnili u drugom poglavlju rada veća volatilnost financijskih tržišta u kratkom roku ne narušava ciljeve središnje banke već dovodi do smanjenja neizvjesnosti, bolje predvidljivosti budućih odluka monetarne politike što u krajnosti ima stabilizirajući efekt na tržišta u dugom roku, odnosno pospješuje financijsku stabilnost. Važno je napomenuti kako je financijsko tržište UK vrlo razvijeno i predstavlja najveće financijsko tržište EU te se trendovi istog osjećaju diljem europodručja.

#### **4.2. Izjave i konferencije za medije**

Izjave predsjednika središnje banke ili članova vijeća odgovornog za provođenje monetarne politike, kao i konferencije nakon sastanka vijeća ili u vremenu između odluka monetarne politike, predstavljaju vrlo dinamičan i koristan komunikacijski kanal. Izjave predsjednika ESB-a postale su jedan od najvažnijih, ako ne i najvažniji kanal putem kojeg ESB komunicira s javnošću. Dinamičnost ovog komunikacijskog kanala vidljiva je u drugom dijelu konferencije za medije na kojoj novinari imaju mogućnost postavljati konkretna pitanja vezana za monetarnu politiku predsjedniku ESB-a. Iako uvodna izjava donekle pojašnjava odluku monetarne politike od strane Upravnog vijeća, daje pogled ESB-a na razvoj ekonomskih varijabli (poput cijena energenata, BDP-a i inflacije) i moguće buduće poteze monetarne politike. Pitanja postavljena od strane publike (profesionalnih novinara s visokim, ako ne i stručnim znanjem o funkcioniranju monetarne politike i njenog utjecaja na kretanja financijskih tržišta) detaljnije razrađuju određene „nesuglasice“ ili nejasnoće u uvodnoj izjavi. Stoga je moguće reći da iako je ovaj komunikacijski kanal namijenjen široj javnosti, pitanja postavljena od strane novinara kompleksne su naravi u sklopu monetarne politike ESB-a, pa šira javnost bez određenog konteksta i znanja neće biti u stanju točno interpretirati objavljene informacije o monetarnoj politici i njenog utjecaja na gospodarstvo. Ovaj komunikacijski kanal prvenstveno nastoji pružiti što više informacija sudionicima financijskih tržišta u cilju usmjeravanja njihovih očekivanja o

budućim odlukama monetarne politike, te ih istovremeno nastoji usmjeriti u željenom pravcu.

Uvodna izjava predsjednika ESB-a strukturirana je ovako: nakon pozdrava predsjednik pojašnjava odluku donesenu od strane Upravnog vijeća, nakon čega slijedi kratak osvrt na razvoj inflacije prema procjenama gospodarskih kretanja. U nastavku predsjednik iznosi ekonomsku analizu europodručja, izlažući procjene kretanja glavnih makroekonomskih varijabli poput BDP-a, inflacijskih pritisaka i rizika koji prijete ekonomskom rastu. Nadalje, predsjednik iznosi monetarnu analizu odnosno pojašnjava promjene u količini novca u optjecaju te koji su razlozi tih promjena. Za kraj predsjednik ponavlja razloge za donesenu odluku monetarne politike te otvara drugi dio konferencije za medije na kojem odgovara na pitanja publike (uvodna izjava predsjednika ESB-a dostupna je na službenim stranicama ESB-a - <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170608.hr.html> ).

Važnost ovog komunikacijskog kanala je u tome da puža središnjoj banci, u slučaju ovog rada ESB-u, mogućnost da ciljanim riječima poput „budnost ili opreznost“ (*eng. vigilance*) u svojim izjavama može ukazati na: inflacijske pritiske, rizične pozicije ili buduće podizanje kamatnih stopa, dajući signal financijskim tržištima da trenutno stanje u gospodarstvu nije održivo. Nadalje, prilikom drugog dijela konferencije, odgovaranjem na pitanja novinara predsjednik ESB-a može detaljnije pojasniti stav središnje banke o budućim kretanjima kamatnih stopa, makroekonomskih varijabli i odlukama monetarne politike. Drugim riječima izjave i konferencije za medije sadrže puno više informacija od objave odluke ključnih kamatnih stopa, a te informacije iako u kratkom roku mogu povećati volatilnost financijskih tržišta (Slika 4., str. 17), u dugom roku pospješuju predvidljivost monetarne politike i smanjuju tržišnu neizvjesnost (Knutter et al., 2011.).

Efekt „umirivanja“ financijskih tržišta priopćenjima središnjih banaka izuzetno je važan u trenucima povećane tržišne volatilnosti poput kriznog razdoblja, gdje je baš neizvjesnost uzrok nestabilnosti cijena na financijskim tržištima. Mogućnost da ESB utječe na smanjenje neizvjesnosti bez donošenja konkretnih odluka monetarne politike pokazalo se izrazito bitnim u kriznom i post-kriznom razdoblju kada su kamatne stope bile drastično blizu nule što je konvencionalnu monetarnu politiku činilo neefikasnom u cilju stimuliranja gospodarstva.

Knutter et al. (2011.) za ovaj komunikacijski kanal provode analizu trideset i četiri empirijskih istraživanja u razdoblju od 2000. do 2010. godine. Većina rezultata potvrđuje tezu da izjave i konferencije za medije utječu na volatilitnost financijskih tržišta. Čak dvadeset empirijskih radova revidiranih od strane Knutter et al. (2011.) odnose se na europodručje, a u analizi su zastupljene i druge države svijeta poput SAD-a, UK, Australije, Kanade, Japana itd. (za kompletne informacije i dublju komparaciju rezultata istraživanja pogledati rad od Knutter, Mohr, Wagner 2011.). S obzirom da komparacija priopćenja središnjih banaka i njihovog utjecaja na financijska tržišta nisu tema ovog rada, nećemo duboko zalaziti u nju. Tablicom 3. prikazana su empirijska istraživanja čiji rezultati dokazuju da izjave nakon sastanka vijeća za monetarnu politiku (u slučaju ESB nakon sastanka Upravnog vijeća) imaju utjecaj na financijska tržišta.

Istodobno je važno napomenuti kako je vrlo teško mjeriti utjecaj ovog komunikacijskog kanala na financijska tržišta. Prikazani rezultati empirijskih istraživanja u načelu potvrđuju teorijske pretpostavke da izjave i konferencije središnjih banaka imaju važan utjecaj na cijene financijske imovine, prvenstveno na međubankovnom tržištu (Euribor futures), s time da je utjecaj kratkoročan i slab no to ne znači da je i zanemariv.

Primjerice, Rosa i Verga (2005.) u cilju utvrđivanja shvaćaju li tržišta signale od strane ESB-a sadržane u izjavama predsjednika ESB-a i kako reagiraju na iste kvantificiraju riječi u izjavi prema određenoj skali (koja se kreće od +3 do -3). Vrijednosti na skali predstavljaju promjene u riziku ili stabilnosti cijena koje ESB želi priopćiti tržištima jer što su veće promjene u riziku ili stabilnosti cijena to je veća vjerojatnost da će središnja banka intervenirati u budućnosti, promjenom ključnih kamatnih stopa.

Kako je i u Tablici 3. navedeno rezultati istraživanja Rosa i Verga (2005.) potvrđuju tezu da priopćenja ESB-a u ovom slučaju izjave predsjednika ESB-a imaju značajnu ulogu u provođenju monetarne politike, odnosno priopćenja predstavljaju instrument putem kojeg središnje banke mogu utjecati na tržišna očekivanja o kretanjima kratkoročnih kamatnih stopa koristeći se samo riječima. Ako se signali unutar uvodne izjave predsjednika ESB-a podudaraju s odlukom monetarne politike ojačat će učinak monetarne politike putem kamatnjaka, dok suprotni signali (u obliku riječi: opreznost, budnost i značajni pritisci) mogu pripremiti sudionike financijskih tržišta da ESB u kratkoj budućnosti namjerava promijeniti smjer monetarne politike.



**Tablica 3. Empirijska istraživanja vezana za financijsku stabilnost i komunikacije središnje banke – IZJAVE, KONFERENCIJE ZA MEDIJE**

Rad	Rezultati	Državale
Alt – Sahalia et al. (2009.)	Objave smanjenja kamatnih stopa pozitivno doprinose financijskoj stabilnosti, objave o likvidnosti domaće i strane valute smanjuju međubankarsku premiju rizika za vrijeme krize.	Europodručja UK, SAD, Japan
Bernroth i von Hagen (2004.)	Volatilnost Euribor futures-a značajnije je veća na dane sastanka Upravnog vijeća u odnosu na dane kad se sastanak ne održava. Izjave nakon odluke monetarne politike uzrokuju blagi efekt iznenađenja, no učinak na volatilnost Euribor futures-a vrlo je malen.	Europodručja
Brand et al. (2006.)	Konferencije za medije imaju snažan utjecaj na cijene financijske imovine neovisno o dospijeću.	Europodručja
Coffinet i Gouteron (2007.)	Vijesti vezane za količinu novca u optjecaju objavljene putem konferencija za medije imaju statistički značajan i snažan utjecaj na kamatne stope u srednjem i dugom roku.	Europodručja
Connolly i Kohler (2004.)	Izjave i komentari na promjene kamatnih stopa značajno utječu na očekivanja budućih odluka monetarne politike. Nema sistemskog efekta odluka monetarne politike kako ni utjecaja na kamatne stope.	Australija, Kanada, SAD, Europodručja, Novi Zeland, UK
Dominguez i Panthaki (2007.)	Vijesti o odluci monetarne politike (neovisno o promjeni kamatnih stopa) statistički snažno utječu na unutardnevne promjene deviznog tečaja.	Europodručja, Japan, UK, SAD
Ehrmann i Fratzscher (2005.b)	Financijska tržišta značajno reagiraju na komunikaciju od strane FED-a i ESB-a netom prije odluka o promjeni kamatnih stopa (utjecaj je mjereno nad kamatnim stopama svih dospeljaća).	Europodručja, UK, SAD
Ehrmann i Fratzscher (2009.a)	Povećana tržišna aktivnost i volatilnost Euribor futures-a dok je veličina i smjer efekta ovisna o komponenti „iznenađenja“ u izjavama i konferencijama za medije.	Europodručja
European Central bank (2007.)	Tijekom trajanja konferencija za medije značajno poraste trgovačka aktivnost na tržištima futures-a	Europodručja
Jansen i de Haan (2005.)	Izjave značajno povećavaju volatilnost deviznog tečaja.	Europodručja
Jansen i de Haan (2007.)	Utjecaj na devizni tečaj je vrlo nizak i kratkoročan dok objava makroekonomskih podataka umanjuje učinkovitost usmenih intervencija.	Europodručja
Musard – Gies (2005.)	Izjave utječu na kratkoročne i dugoročne kamatne stope, smjer utjecaja ovisi o „tonu“ izjave.	Europodručja
Rosa i Verga (2005.)	Konferencije za medije imaju značajan utjecaj na tržišne kamatne stope (Euribor).	Europodručja
Rosa i Verga (2008.)	Izbor riječi u konferencijama za medije utječe na kretanje i smjer Euribor futuresa, cijene rastu ako se najavljuje stroža monetarna politika i obrnuto.	Europodručja
Strum i de Haan (2009.)	Međubankovne kamatne stope ne sadrže sve informacije pružene komunikacijskim indikatorima, uključivanje komunikacijskih indikatora dovodi do preciznijih prognoza budućih odluka monetarne politike ESB-a.	Europodručja

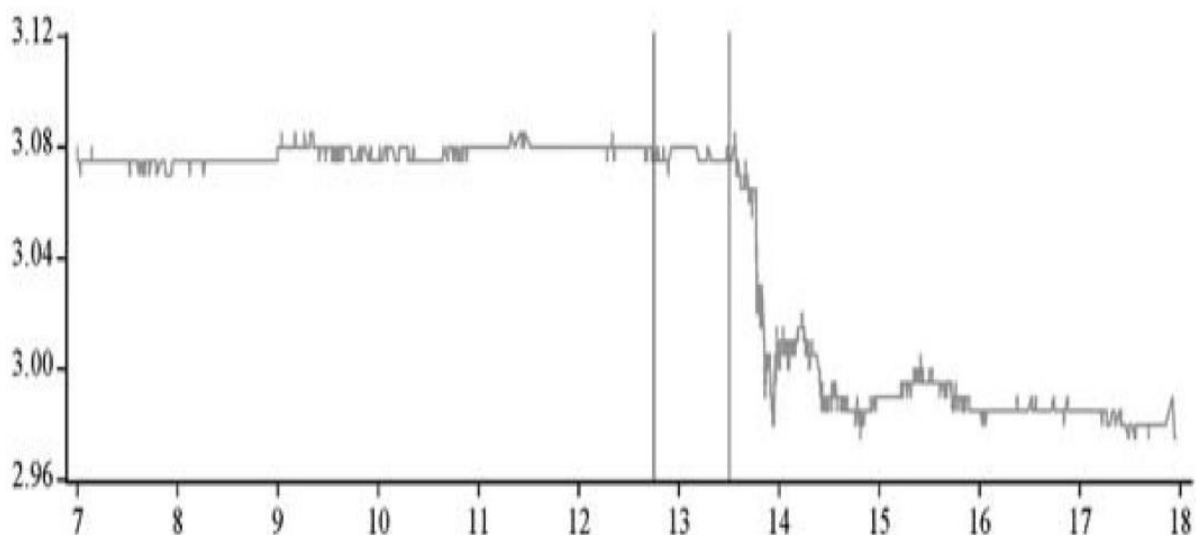
Izvor: Knutter R., Mohr B., Wagner H. (2011.) *The Effects of Central Bank Communication on Financial Stability: A Systematization of the Empirical Evidence*, str. 24-26, [online] dostupno na: <https://www.fernuni-hagen.de/wirtschaftswissenschaft/download/beitraege/db463.pdf>

Utjecaj priopćenja ESB na očekivanja sudionika financijskih tržišta najviše se odražava u promjeni cijene financijskih izvedenica poput „futuresa“ ili budućnosnica. Zbog

efikasnosti tržišta Euribor futuresa kako Rosa i Verga (2008.) str. 178 navode, implementacija vijesti objavljenih od strane ESB vrlo je brza (manja od 5 minuta), dok implementacija informacija iz uvodne izjave predsjednika ESB-a traje oko sat vremena.

Rosa i Verga (2008.) u istraživanju promatraju promjene cijene tromjesečnog Euribor futures-a na izjave predsjednika ESB-a na dane odluke Upravnog vijeća o monetarnoj politici. Grafikonom 4. prikazano je kretanje cijene tromjesečnog Euribor futuresa na dan 6. travnja 2006. godine, gdje os x predstavlja vremensko razdoblje od 7:00<sup>h</sup> do 18:00<sup>h</sup> (prema Londonskoj vremenskoj zoni), a os y predstavlja kamatu tromjesečnog Euribor futures-a.

**Grafikon 4. Kretanje kamate na tromjesečni Euribor futuresa na dan 6. travnja 2006. godine (tick data)**



Izvor: Rosa C., Verga G. (2008.) *The Impact of Central Bank Announcements on Asset Prices in Real Time*, International Journal of Central Banking, Vol. 4 No. (2) str. 185, [online] dostupno na: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb08q2a5.pdf?origin> (22.6.2017.).

Dana 6. travnja 2006. godine subjekti financijskih tržišta u potpunosti predviđaju da neće doći do promjene u referentnim kamatnim stopama (GOR je zadržana na 3,50%) s obzirom da nije bilo veće tržišne reakcije na objavu vijesti u 12:45<sup>h</sup> (Londonsko vrijeme). No kako Rosa i Verga (2008.) navode cijena futures-a naglo pada s početkom govora predsjednika Trichet-a s 3,085 na 2,980 u 13:56<sup>h</sup>. Smanjenje autori objašnjavaju kao reakciju sudionika financijskih tržišta na ekspanzivniju (nego očekivanu) monetarnu politiku ESB (za detaljnije pojašnjenje pogledati Rosa i Verga 2008.).

Kako je iz Grafikona 4. vidljivo, da bi se utjecaj priopćenja ESB na očekivanja sudionika financijskih tržišta, ali i cijene mogao što bolje kvantificirati nužno je koristiti se unutardnevnim podacima visoke frekvencije. Na taj se način šokovi prouzročeni od strane vijesti ESB-a mogu točno odvojiti od šokova koji su prouzročeni objavom odluke monetarne politike istoga dana.

S obzirom da su objava odluke monetarne politike i izjava predsjednika ESB-a vremenski odvojene (45 minuta) postavljena je mogućnost da financijska tržišta odluku o referentnoj kamatnoj stopi „probave“ odnosno uključe u cijenu Euribora prije no što predsjednik ESB-a u uvodnoj izjavi pojasni zašto je takva odluka donesena (Rosa, Verga, 2008.).

### **4.3. Govori i intervjui**

Članovi Upravnog vijeća ESB-a često daju govore i intervjue koji su vremenski i sadržajno, fleksibilan komunikacijski kanal. Govore i intervjue često daju u razdoblju između sastanaka Upravnog vijeća, a predstavljaju priliku da članovi iznesu samostalne stavove o budućim ekonomskim kretanjima i pojasne prethodne odluke monetarne politike. Ovaj komunikacijski kanal izvor je svježih informacija financijskim tržištima jer je za razliku od konferencija za medije manje usredotočen na pojašnjavanje donesene odluke monetarne politike. Nadalje, govori i intervjui mogu utjecati na kratkoročne i dugoročne kamatne stope, ali i njihova očekivanja ovisno o tome tko, što i kada govori. Dodatne informacije mogu smanjiti financijsku neizvjesnost na tržištima i poboljšati predvidljivost monetarne politike od strane sudionika na financijskim tržištima. Ovaj komunikacijski kanal može biti vrlo koristan u usmjeravanju tržišnih očekivanja pogotovo u neizvjesnom razdoblju kada središnja banka ima mogućnost ovim kanalom smiriti širu javnost, ali i financijska tržišta (Knutter et al., 2011.).

Nadalje, govori članova Upravnog vijeća ili Izvršnog odbora ESB-a mogu biti koristan instrument u cilju pojašnjavanja cjelokupne monetarne politike središnje banke dajući širu sliku u odnosu na uvodnu izjavu predsjednika ESB-a koja se usredotočuje na pojašnjenje trenutne odluke i trenutna makroekonomska kretanja. Tako je govor člana Izvršnog odbora ESB-a Benoît Cœuré održanog na događaju organiziranom od strane Bruegel-a<sup>4</sup> u Bruxellesu 31. ožujka 2017. godine pod nazivom „*Central bank*

---

<sup>4</sup> Nefitne organizacije čiji se članovi bave istraživačkim radom, eng. *Think Tank* organizacija

*communication in a low interest rate environment*“ odličan primjer kako ovaj komunikacijski kanal može detaljnije pojasniti određene dijelove monetarne politike ESB-a, ali i izraziti vlastita mišljenja i stavove. U prijevodu ključni dijelovi govora glase ovako (Cœuré B., Europska središnja banka, 2017.):

„Učinkovita politika budućih smjernica o programima kupnje vrijednosnih papira (eng. Asset Purchase Programme - APP) i o njihovoj implementaciji pomogla je učvrstiti politiku budućih smjernica vezanu uz kanal kamatnih stopa – koji je još poznat i pod nazivom *signalni kanal*. Argument navedenoj tezi jest taj da će se kupnje obveznica velikih razmjera od strane sudionika financijskih tržišta percipirati kao prepreka za brzo podizanje kamatnih stopa od strane kreatora monetarne politike, jer bi to prouzročilo značajne gubitke u bilanci središnje banke. Drugim riječima, središnje banke kupnjom vrijednosnih papira obvezuju se ispuniti ono što putem politike budućih smjernica komuniciraju široj javnosti (najjasnije ovaj argument oslikava poznata engleska izreka koja glasi: *they put their money where their mouth is*).“

U ovom dijelu govora Benoît Cœuré potvrđuje da je politika budućih smjernica važan instrument u cilju efikasnog provođenja nekonvencionalnih mjera monetarne politike, no u nastavku također navodi (Cœuré Benoît, Europska središnja banka, 2017.):

„Istovremeno, neću poreći da je komunikacija smjera i namjera monetarne politike bila, i ostaje izazov, te ne možemo uvijek sa sigurnošću reći kako naša politika budućih smjernica funkcionira.“

Što ukazuje na to da iako se ESB sve više koristi priopćenjima kao instrumentom monetarne politike, još uvijek nije u potpunosti njime ovladala. Stoga bi važnost ovog monetarnog instrumenta mogla u budućnosti porasti kao posljedica većeg razumijevanja ESB-a o utjecaju politike budućih smjernica i drugih komunikacijskih kanala na očekivanja sudionika financijskih tržišta, kako i sve veće pozornosti koju ti sudionici pridodaju priopćenjima ESB-a prilikom donošenja investicijskih odluka. Cjeloviti tekst govora dostupan je na stranicama ESB-a (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170331.en.html>). Koliko je ovaj komunikacijski kanal fleksibilan u pružanju dodatnih informacija koje nisu direktno povezane s trenutnim odlukama monetarne politike, no mogu pozitivno utjecati na predvidljivost iste od strane sudionika financijskih tržišta i šire javnosti pokazuju brojni

govori različite tematike koje članovi upravljačkih tijela ESB-a održavaju tijekom godine. Primjerice, govori poput onog održanog od strane Petera Praeta, člana Izvršnog odbora ESB-a pod nazivom „*The crisis response in the euro area*“ (2013.) u kojem pojašnjava odgovor ESB-a na financijsku krizu i krizu europodručja, a čija je posljedica porast važnosti europskih institucija i agencija u regulaciji i superviziji financijskog sustava EU-a. Također, moguće je spomenuti i njegovo predavanje pod nazivom „*The ECB's mandate, instruments, and accountability*“ koje je održano na „Heidelbergovom Symposiumu“ u Heidelbergu, 11. ožujka 2017. godine u kojem izlaže razloge korištenja nekonvencionalnih mjera monetarne politike i važnosti priopćenja u cilju učinkovite implementacije istih. Ovo je samo nekoliko primjera od velikog broja govora i intervjua putem kojih članovi upravljačkih tijela ESB-a mogu pružiti dodatne informacije sudionicima financijskih tržišta te tako utjecati na njihova očekivanja.

Tablica 4. prikazuje rezultate empirijskih istraživanja koja nastoje utvrditi utjecaj ovog komunikacijskog kanala na financijska tržišta. Od trinaest revidiranih istraživanja njih sedam potvrđuju da ovaj komunikacijski kanal utječe na promjenu cijene financijske imovine, dok tri istraživanja zaključuju da govori i intervjui imaju statistički značajan utjecaj na cijenu financijske imovine.

Tri preostala istraživanja ne pronalaze nikakav utjecaj govora i intervjua na financijska tržišta. Moguće objašnjenje empirijskih rezultata jest da se brojne informacije više puta ponavljaju putem ovog kanala te su stoga donekle i zanemarene, nadalje veliki utjecaj na efektivnost ovog kanala imaju mediji koji prenose te informacije. Drugim riječima ako medijske kuće smatraju da govor ili intervju ne sadrži, nove ili dovoljno „vijesti“ neće ga uopće prenositi (Knutter et al., 2011.).

Također često su govori u medijima prikazani su skraćenom obliku, te tumačeni od strane medijske kuće koja može zanemariti ključne informacije ili ih pogrešno protumačiti što može ublažiti efekt komunikacije ili čak prouzročiti suprotan efekt na kretanja financijskih tržišta.

**Tablica 4. Empirijska istraživanja vezana za financijsku stabilnost i komunikacije središnje banke - GOVORI I INTERVIJU**

Rad	Rezultat	Državale
Andresson et al. (2006.)	Neočekivane vijesti u govorima značajno utječu na dugoročne prinose.	Švedska
Beine et al. (2009.)	Govori signaliziraju volatilnost deviznih tečajeva, važan je oblik govora.	Njemačka, Japan i SAD
Borne et al. (2010.)	Blagi utjecaj na povrate dioničkih tržišta, govori i intervjui povećavaju tržišnu volatilnost.	35 prvenstveno naprednih država.
Chiriko i Curran (2005.)	Govori imaju snažan i pozitivan efekt na volatilnost tržišta obveznica (futures na 30 godišnje obveznice).	SAD
Connolly i Kohler (2004.)	Nema sistemskog efekta na uzorak država, jedino je u Australiji zabilježen značajan, ali slab efekt.	Australija, Kanada, SAD, Europodručja, Novi Zeland, UK
Ehrmann i Fratzcher (2007.a)	Izjave u periodu između sastanka statistički i značajno utječu na financijska tržišta (mjereno putem volatilnosti povrata na tržištima dionica i deviznim tržištima).	Europodručja, UK, SAD
Fay i Gravelle (2008.)	Govori značajno utječu na očekivanja kratkoročnih kamatnih stopa (mjereno putem volatilnosti tržišnih kamatnih stopa)	Kanada
Fratzscher (2008.)	Usmene intervencije smanjuju tržišnu volatilnost, dok ju tržišne intervencije povećavaju. Usmene intervencije učinkovite su neovisno o provođenju tržišnih intervencija.	Europodručja, UK, SAD
Hayo et al. (2008.)	Govori imaju značajan utjecaj na povrate financijskih tržišta, prvenstveno na tržištu obveznica, volatilnost je smanjena u slučaju tromjesečnih i šesteromjesečnih državnih obveznica SAD-a na tržištu obveznica.	SAD
Hayo et al. (2010.)	Komunikacija ima statistički značajan utjecaj na povrate kapitala (europskog i pacifičkog), govori prvenstveno imaju efekt „izgladivanja“ na europska tržišta.	SAD
Kohn i Sack (2004.)	Govori nemaju značajan utjecaj na cijene financijskih tržišta.	SAD
Rinaldo i Rossi (2010.)	Devizni tečajevi, tržište kapitala i obveznica snažno reagiraju na govore i intervjue.	Švicarska
Reeves i Sawicki (2007.)	Nedovoljno dokaza o utjecaju na tržišne cijene.	UK

Izvor: Knutter R., Mohr B., Wagner H. (2011.) *The Effects of Central Bank Communication on Financial Stability: A Systematization of the Empirical Evidence*, str. 27, [online] dostupno na: <https://www.fernuni-hagen.de/wirtschaftswissenschaft/download/beitraege/db463.pdf>

#### 4.4. Pisane publikacije

Pisane publikacije u obliku izvješća o financijskoj stabilnosti, procjeni rizika i na primjeru ESB-a ekonomskog biltena predstavljaju posljednji komunikacijski kanal kojim se središnje banke, (u našem slučaju ESB) koriste u cilju odgovornog i transparentnog provođenja monetarne politike. Ovaj komunikacijski kanal omogućava sudionicima financijskih tržišta i relevantnim institucijama razumijevanje rizika i slabosti financijskog sustava koje su uočile prognoze od strane osoblja ESB-a. Utjecaj publikacija na financijska tržišta vrlo je teško mjeriti iz razloga što publikacije imaju indirektan utjecaj

na financijska tržišta. Nadalje, vrlo je teško kvantificirati taj utjecaj, no Knutter et al. (2011.) razmatraju dvadeset empirijskih istraživanja objavljenih između 2001. i 2010. godine koji se bave utjecajem pisanih publikacija na financijsku stabilnost. Tek se jedan rad odnosi na europodručje (Gerlach, 2007.) čiji rezultati pokazuju da rasprave Upravnog vijeća na temu ekonomije u obliku procjena i pogleda na razvoj ekonomije u uvodniku ekonomskog biltena ESB-a mogu pridonijeti boljem razumijevanju monetarne politike ESB-a. Prije spomenuti komunikacijski kanali (zapisnici i rezultati glasovanja, izjave i konferencije za medije, govori i intervjui) imaju trenutni i kratkoročan utjecaj na sudionike financijskih tržišta, te prvenstveno utječu na volatilnost financijskih tržišta u kratkom roku, dok publikacije imaju sporiji, ali dugoročniji učinak. Stoga je ovaj komunikacijski kanal moguće kategorizirati kao dugoročni komunikacijski kanal (Knutter et al., 2011.).

Komunikacije središnjih banaka veliki utjecaj imale su u razdoblju svjetske ekonomske krize i krize europodručja, kada su ne samo ESB nego i središnje banke Ujedinjenog Kraljevstva (BoE), Japana (eng. Bank of Japan – BoJ) i Sjedinjenih Američkih Država (FED) zbog ograničenja instrumenata konvencionalne monetarne politike uvele nekonvencionalne instrumente monetarne politike. Nekonvencionalni instrumenti prvenstveno su se odnosili na programe kupnje različitih vrijednosnih papira, različitih dospjeća od strane središnjih banaka (Nakić, 2015.).

Drugi dio nekonvencionalnih instrumenata bile su komunikacije središnjih banaka, prvenstveno pružanje budućih smjernica od strane središnjih banaka u cilju smanjenja nestabilnosti i očuvanja likvidnosti financijskih tržišta. U cilju održavanja likvidnosti i stabilnosti financijskih tržišta kako navodi Nakić (2015.). str. 128. „*Nekonvencionalne ekspanzivne mjere monetarne politike trebale bi rezultirati porastom cijena dionica, deprecijacijom domaće valute, porastom inflacijskih očekivanja te snižavanjem dugoročnih nominalnih kamatnjaka*“. U svom radu Nakić se koristi analizom događaja u cilju istraživanja učinaka nekonvencionalnih mjera monetarne politike na kretanja cijena na financijskim tržištima. Analiza događaja usmjerena je na vrlo kratki vremenski horizont što znači da analiza trajnih učinaka na cijene vrijednosnica nije obuhvaćena, no kako u uvjetima izrazite neizvjesnosti sudionici financijskih tržišta prikupljaju sve dostupne informacije uključujući i reakciju na mjere središnje banke rezultati istraživanja jasno govore kako su komunikacije središnjih banaka važan instrument monetarne politike. Istraživanje je provedeno nad četiri središnje banke (ESB, BoE,

BoJ, FED) te nad svim nekonvencionalnim mjerama kojima su se središnje banke koristile (Nakić, 2015.).

Na temelju Nakićevinog istraživanja u sljedećem poglavlju nastojimo dokazati utjecaj priopćenja ESB-a na financijska tržišta.



## 5. Utjecaj priopćenja Europske središnje banke na financijska tržišta

U ovom dijelu rada jasnije se pojašnjavaju kretanja financijskih tržišta prije, tijekom i nakon izbijanja krize. Slikom 3. (Monetarni transmisijski mehanizam str. 14) već je pojašnjena važnost financijskih tržišta u provođenju monetarne politike. S obzirom da odluka središnje banke o visini referentne kamatne stope u prvom koraku utječe na očekivanja financijskih tržišta (koja u nastavku utječu na vrijednosne papire – tržišta dionica i obveznica), ali i međubankovno tržište, čija su kretanja analizirana u nastavku.

### 5.1. Tržište novca i devizno tržište

Utjecaj odluka monetarne politike središnje banke na realnu ekonomiju započinje na novčanom tržištu gdje je utjecaj referentnih kamatnih stopa direktan i najsnažniji. Preduvjet za efikasno provođenje monetarne politike jest visoki stupanj financijske integracije novčanog tržišta jer financijska integracija pospješuje pravilnu preraspodjelu sredstava koje središnja banka putem operacija refinanciranja upumpava u sustav. Uvođenjem jedinstvene valute 1999. godine države članice EU stvaraju zajedničko novčano tržište koje zbog visokog stupnja integracije smanjuje razlike u kratkoročnim kamatnim stopama između država članica europodručja (Europska središnja banka, 2011.). Kako i svakim tržištem glavne sile koje utječu na tržište novca jesu ponuda i potražnja za sredstvima. Uz konstantnu količinu novca u optjecaju porast potražnje za sredstvima (u cilju kreditiranja realnog sektora) povećavati će kamatne stope, dok će se smanjenjem potražnje kamatne stope također smanjiti zbog veće ponude u odnosu na potražnju.

Euribor (*eng. Euro Interbank Offered Rate*) predstavlja referentnu kamatnu stopu po kojoj poslovne banke europodručja međusobno pozajmljuju novac bez pokrića (<http://www.euribor-rates.eu>, 2017.). Pozajmljivanje sredstava bez pokrića – kolaterala (sredstva osiguranja u slučaju neispunjenja obveze – kolateral najčešće predstavljaju vrijednosni papiri jednake ili veće vrijednosti od pozajmljenih sredstava) zahtijeva visoku razinu povjerenja od strane kreditora da će dužnik ispuniti ugovorenu obvezu bez ikakvih problema. Euribor predstavlja tržišnu cijenu novca na koju banke prilikom kreditiranja realnog sektora (poduzeća, kućanstva, malih banaka i ostalih financijskih institucija) obračunavaju premiju rizika i vlastitu profitnu maržu. Na taj se način rizik prenosi s kreditora (banke) na klijenta (<http://www.euribor-rates.eu>, 2017.). Prethodno

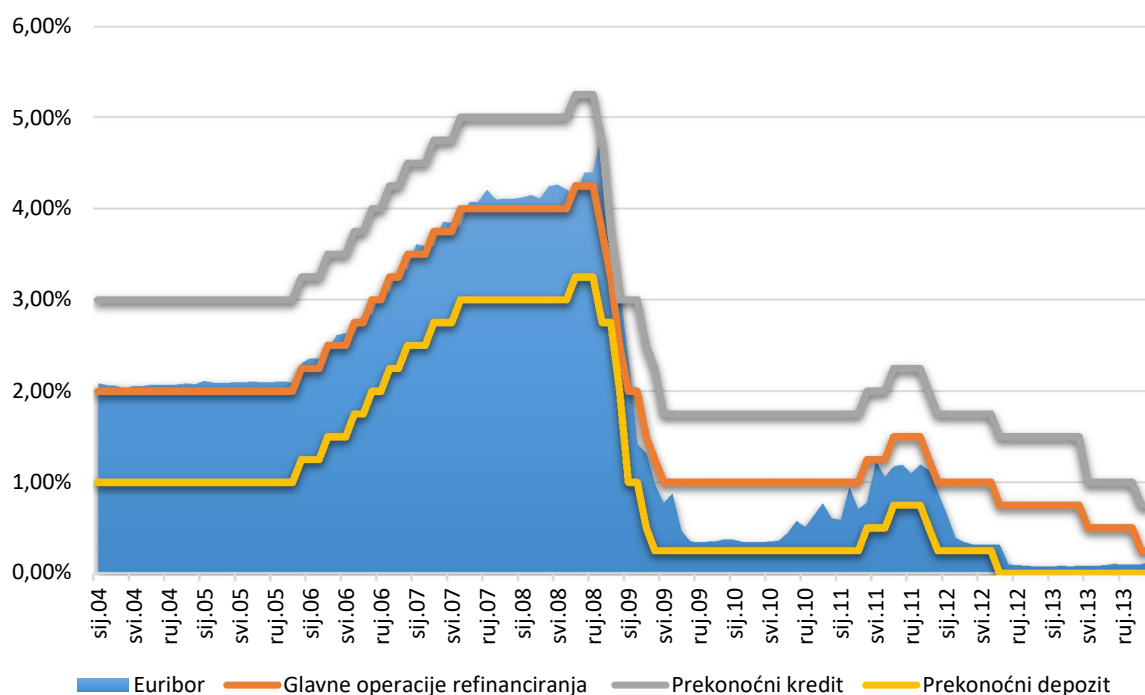
je u radu pojašnjeno kako središnje banke, preciznije ESB, na gospodarstvo utječe putem monetarnog transmisijskog mehanizma promjenom kamatnih stopa na glavne operacije refinanciranja (GOR). Kamatna stopa na GOR prvenstveno utječe na međubankovne kamatne stope te na taj način uzrokuje promjene nad kratkoročnim, ali i dugoročnim kamatnim stopama.

U nastavku, Grafikonom 5. prikazano je kretanje Euribor-a na tjednoj razini u razdoblju od siječnja 2004. do rujna 2013. godine. Također, su u istom razdoblju prikazane odluke monetarne politike vezane uz referentne kamatne stope (kamata na glavne operacije refinanciranja, prekonoćne kamatne stope na pozajmljena sredstva i prekonoćne kamatne stope na depozite). Kamata na GOR predstavlja „signal“ središnje banke tržištima kreću li se u pravom smjeru. Kao što smo pojasnili ove su operacije glavni instrument monetarne politike putem kojih središnja banka pruža dodatnu likvidnost poslovnim bankama, što snižava cijenu novca i povećava kreditnu aktivnost. Nadalje, ESB svojim instrumentom stalno raspoloživih mogućnosti postavlja svojevrsni „kamatni plafon“ definiranjem kamatne stope na pozajmljena sredstva poslovnim bankama od strane ESB-a i „kamatno dno“ definirajući kamatnu stopu na prekonoćne depozite poslovnih banaka kod ESB. Kako je i Grafikonom 5. vidljivo kamata na GOR nalazi se u „tunelu“, drugim riječima između kamata stalno raspoloživih mogućnosti. Tunel je u razdoblju prije krize iznosio 200 baznih poena, odnosno kada je GOR iznosio 2%, kamatnjak na depozite iznosio je 1%, a kamatnjak na posuđena sredstva 3%.

Kada se na tržištima manifestiraju značajni inflacijski pritisci središnja banka reagira povisujući kamatne stope, što dovodi do skupljeg financiranja, smanjene kreditne aktivnosti i u krajnosti smanjene ekonomske aktivnosti u cjelini. Euribor kao referentna kamatna stopa međubankovnog tržišta u praksi prati kamatnu stopu na GOR uz dodatnu premiju rizika kako je i prikazano Grafikonom 5. U promatranom razdoblju ESB krajem 2005. godine postupno povisuje referentne kamatne stope u cilju obuzdavanja sve izraženijih inflacijskih pritisaka, no izbijanjem financijske krize u SAD-u i prelijevanjem iste na europodručje ESB u vrlo kratkom roku drastično snižava kamatne stope. ESB snižava kamatne stope na GOR na 1% te ih na toj razini zadržava od 7. svibnja 2009. godine do 3. ožujka 2010. godine, također je u tom razdoblju došlo do promjerne u „širini tunela“ stalno raspoloživih mogućnosti koji sada može iznositi od 50 do 100 baznih bodova u odnosu na GOR. U cilju suzbijanja negativnih efekata

krize i poticanja što bržeg ekonomskog oporavka europodručja ESB pokreće niz nekonvencionalnih mjera jer se politika kamatnih stopa pokazala ograničenom u blizini nulte kamatne stope. Nekonvencionalne mjere uvedene su u obliku dužih operacija refinanciranja, fiksnih kamatnih stopa, pružanja „neograničene“ likvidnosti i programa otkupa vrijednosnih papira. Grafikon 5. prikazuje da nakon izbijanja svjetske financijske krize i pojave dužničke krize europodručja Euribor ne odražava u potpunosti kretanje kamatnjaka na GOR.

**Grafikon 5. Kretanje tjednog Euribor-a i referentnih kamatnih stopa ESB u razdoblju od siječnja 2004. do rujna 2013. godine**



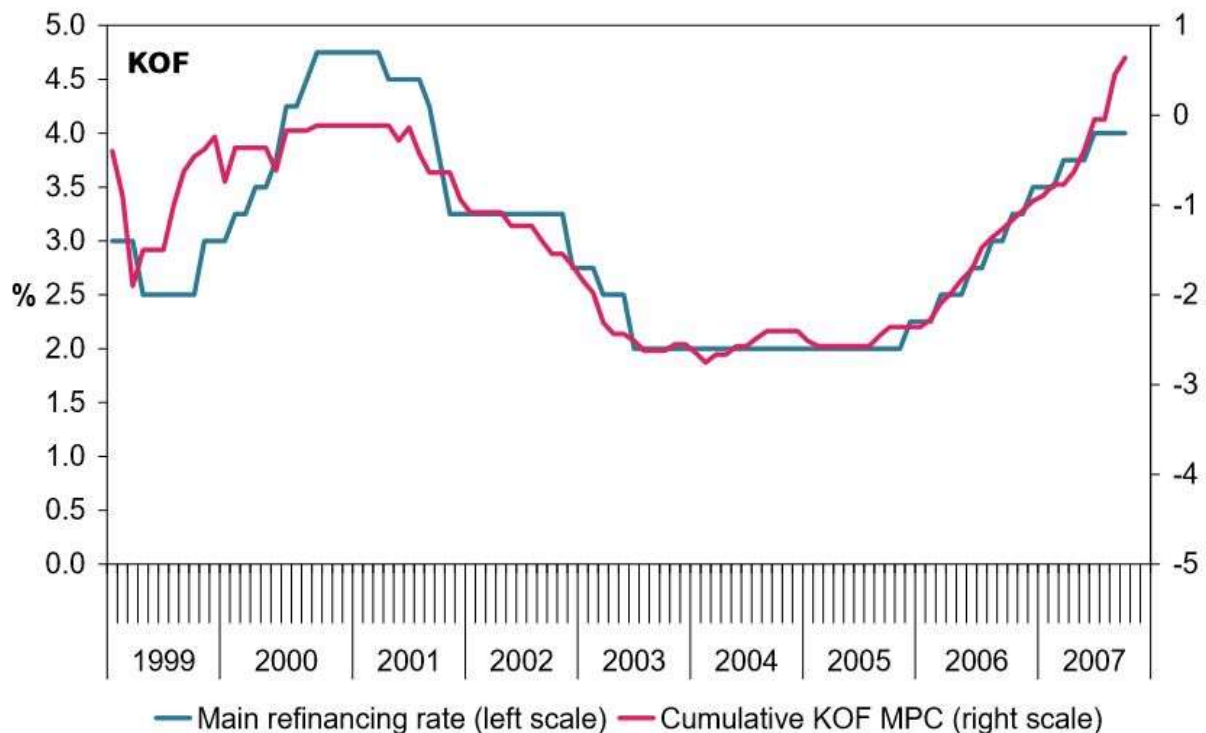
Izvor: Izrada autora prema podacima: Euribor-rates.eu - <http://www.euribor-rates.eu/euribor-2013.asp> (07.06.2017.) i ESB (2017.) Monetary Policy Decisions, po godinama - <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/index.en.html> (07.06.2017.)

Moguće je zaključiti da u situaciji kada je kamatna stopa na GOR izrazito blizu ili jednaka nuli Euribor prestaje odražavati kretanje kamata na GOR, već se u toj situaciji Euribor značajno približava „kamatnom dnu“ prekonočnih depozita. Navedeno može predstavljati dokaz da je likvidnost na tržištu pružena od strane ESB-a dostatna, no ne rezultira značajnijom kreditnom aktivnošću i nema željeni poticaj u cilju oporavka ekonomije (zamka likvidnosti). Moguće je pretpostaviti da je likvidnost pružena od strane ESB bila dostatna no nije pravodobno prenosila „signale“ središnje banke, zbog čega priopćenja središnje banke dobivaju na važnosti u usmjeravanju tržišta i tržišnih

očekivanja. Zbog povećane ponude likvidnosti i cijena novca na međubankovnom tržištu – Euribor niža je od kamatne stope GOR-a, no to ne znači da je došlo do porasta kreditiranja realnog sektora, neizvjesnost na tržištima povisuje premiju za rizik i otežava „prelijevanje“ likvidnosti s međubankarskog tržišta na privredna tržišta (kućanstva i poduzeća).

Slika 7. prikazuje kretanje kamatne stope na glavne operacije refinanciranja i kumulativnog KOF MPC indeksa u razdoblju od 1999. do 2007. godine. Plavom linijom prikazano je kretanje kamatne stope na GOR (u postocima – lijeva skala), dok je kumulativna vrijednost KOF MPC indeksa prikazana ružičastom bojom (desna skala).

**Slika 7. Kretanje kamatne stope na glavne operacije refinanciranja i kumulativnog KOF MPC indeksa u razdoblju do 1999. do 2007. godine**



Izvor: **KOF Swiss Economic Institute, (2007.)** *KOF Monetary Policy Communicator*, Press Release [online] dostupno na: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-monetary-policy-communicator.html> (8.7.2017.)

Iz Slike 7. je vidljivo da se kretanje indeksa podudara s kretanjem kamatnih stopa na GOR. Nadalje, istovremeno koeficijent korelacije između dvije varijable u promatranom razdoblju iznosi 89%. Pomoću slike 7. moguće je zapaziti da indeks predviđa kretanje referentne kamatne stope približno dva do tri mjeseca unaprijed, s obzirom da indeks tijekom 1999. godine signalizira podizanje kamatnih stopa prije nego što ih je ESB

zaista podigla. S obzirom da KOF MPC indeks sadrži sve važne informacije iz uvodnih izjava predsjednika ESB-a s naglaskom na buduća kretanja razumljivo je da indeks odražava namjeru ESB da sudionike financijskih tržišta pripremi na buduće promjene kamatnih stopa. Slično tome moguće je zapaziti veće podudaranje varijabli u Slici 7. od sredine 2003. godine što je posljedica promjene strukture uvodne izjave ESB u ožujku 2003. godine (KOF, 2007.).

Ako razdoblje prikazano Slikom 7. podijelimo na dva razdoblja, prvo razdoblje traje od siječnja 1999. do travnja 2003. godine, dok drugo razdoblje traje od svibnja 2003. do listopada 2007. godine korelacija između referentne kamatne stope i kumulativne vrijednosti indeksa pada na 69% u prvom razdoblju. U drugom razdoblju korelacija varijabli iznosi približno 98% što znači da su priopćenja ESB-a sve više u skladu mjerama koje ESB provodi u sklopu monetarne politike (KOF, 2007.).

Tablicom 5. prikazane su sve promjene ključnih kamatnih stopa koje su pod utjecajem ESB-a od trenutka kada je preuzela odgovornost za provođenje monetarne politike europodručja, točnije od 1. siječnja 1998. pa sve do 16. ožujka 2016. godine. ESB 22. rujna 1998. godine objavljuje iznimnu mjeru u razdoblju od 4. do 21. siječnja 1999. godine u obliku užeg kamatnog „hodnika“ – tunela od 50 baznih poena („*basis points*“) između stalno raspoloživih mogućnosti (prekonoćne kamate i depozita) u cilju olakšavanja tržišnim sudionicima prilagođavanje na novu monetarnu vlast – ESB. Nadalje, 8. lipnja 2000. godine ESB objavljuje da će se nakon glavne operacije refinanciranja koja dopijeva 28. lipnja 2000. godine glavne operacije refinanciranja nadalje provoditi primjenom varijabilnih kamatnih stopa (Tablica 5.), minimalna ponudbena kamatna stopa odnosi se na minimalnu kamatnu stopu GOR pri kojoj kvalificirane poslovne banke na temelju kolaterala mogu zahtijevati sredstva. S 9. listopada 2008. godine ESB ponovno sužava kamatni „tunel“ stalno raspoloživih mogućnosti s 200 baznih poena na 100 baznih poena dok se u tunelu, kako i uvijek nalazi glavna stopa refinanciranja. Što znači da je prije ove odluke ESB razlika između prekonoćnih depozita („kamatnog dna“) i prekonoćnih kredita („kamatnog plafona“) bila veća, primjerice ako je kamatna stopa na GOR iznosila 3%, kamatna stopa na prekonoćne depozite iznosila je 2%, a na prekonoćne kredite 4%, dok nakon sužavanja tunel je „uži“ kako je i Tablicom 5. prikazano da ako GOR iznosi 3,75% kamate na deponirana sredstva iznositi će 3,25%, a kamate na prekonoćne kredite, odnosno funkcije „kreditora u nuždi“ iznose 4,25%. ESB 8. listopada 2008. godine

najavljuje da će s okončanjem glavne operacije refinanciranja koja dopijeva 15. listopada, buduće glavne operacije refinanciranja provoditi na temelju fiksne kamatne stope, uz pružanje potpune likvidnosti, odnosno ESB je odobravalala sva sredstva po fiksnoj kamatnoj stopi svim kvalificiranim poslovnim bankama koje posjeduju potreban kolateral, što predstavlja početak implementacije nekonvencionalnih mjera od strane ESB u cilju suzbijanja negativnih posljedica svjetske financijske i ekonomske krize (Europska središnja banka, 2017.).

Upravno se vijeće sastaje dva puta mjesečno, a na prvom sastanku donosi se odluka o kamatnim stopama prikazanim u Tablici 5. U razdoblju nakon krize i približavanjem kamatne stope na GOR nultoj stopi ESB kamatne stope duže vremena drži nepromijenjenima, no to ne znači da više ne utječe financijska tržišta. U trenutnom razdoblju zbog ograničenosti konvencionalne monetarne politike ESB koristi se politikom budućih smjernica i nizom drugih nekonvencionalnih mjera monetarne politike kako bi i dalje stimulirala gospodarstvo europodručja.

**Tablica 5. Ključne kamatne stope (u postocima) ESB - a od siječnja 1999. do ožujka 2016. godine**

Datum		Prekonoćni depozit	Glavne operacije refinanciranja (GOR)		Prekonoćni kredit
Primjenjuje se od			Fiksna kamatna stopa	Varijabilna kamatna stopa – minimalna ponudbena kamata	
2016.	16. ožujka	-0.40	0.00	-	0.25
2015.	9. prosinca	-0.30	0.05	-	0.30
2014.	10. rujna	-0.20	0.05	-	0.30
	11. lipnja	-0.10	0.15	-	0.40
2013.	13. studenog	0.00	0.25	-	0.75
	8. svibnja	0.00	0.50	-	1.00
2012.	11. srpnja	0.00	0.75	-	1.50
2011.	14. prosinca	0.25	1.00	-	1.75
	9. studenog	0.50	1.25	-	2.00
	13. srpnja	0.75	1.50	-	2.25
	13. travnja	0.50	1.25	-	2.00
2009.	13. svibnja	0.25	1.00	-	1.75
	8. travnja	0.25	1.25	-	2.25
	11. ožujka	0.50	1.50	-	2.50
	21. siječnja	1.00	2.00	-	3.00
2008.	10. prosinca	2.00	2.50	-	3.00
	12. studenog	2.75	3.25	-	3.75
	15. listopada	3.25	3.75	-	4.25
	9. listopada	3.25	-	-	4.25
	8. listopada	2.75	-	-	4.75
	9. srpnja	3.25	-	4.25	5.25
2007.	13. lipnja	3.00	-	4.00	5.00
	14. ožujka	2.75	-	3.75	4.75
2006.	13. prosinca	2.50	-	3.50	4.50
	11. listopada	2.25	-	3.25	4.25
	9. kolovoza	2.00	-	3.00	4.00
	15. listopada	1.75	-	2.75	3.75
	8. ožujka	1.50	-	2.50	3.50
2005.	6. prosinca	1.25	-	2.25	3.25
2003.	6. listopada	1.00	-	2.00	3.00
	7. ožujka	1.50	-	2.50	3.50
2002.	6. prosinca	1.75	-	2.75	3.75
2001.	9. studenog	2.25	-	3.25	4.25
	18. rujna	2.75	-	3.75	4.75
	31. kolovoza	3.25	-	4.25	5.25
	11. svibnja	3.50	-	4.50	5.50
2000.	6. listopada	3.75	-	4.75	5.75
	1. rujna	3.50	-	4.50	5.50
	28. lipnja	3.25	-	4.25	5.25
	9. lipnja	3.25	4.25	-	5.25
	28. travnja	2.75	3.75	-	4.75
	17. ožujka	2.50	3.50	-	4.50
	4. veljače	2.25	3.25	-	4.25
1999.	5. studenog	2.00	3.00	-	4.00
	9. travnja	1.50	2.50	-	3.50
	22. siječnja	2.00	3.00	-	4.50
	4. siječnja	2.75	3.00	-	3.25
	1. siječnja	2.00	3.00	-	4.50

Izvor: **ESB (2017.)** Key ECB interest rates, [online], [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html) (11.6.2017.).

Na temelju prikazanih rezultata empirijskih istraživanja možemo reći da su jedan od tih instrumenata priopćenja ESB koja su imala (a pretpostavlja se da i danas još uvijek imaju) značajnu ulogu u usmjeravanju sudionika financijskih tržišta i njihovih očekivanja.

Utvrđivanje imaju li priopćenja središnje banke na financijska tržišta utjecaj te kakav je on i koliki, vrlo je kompleksan proces jer tržišta ne reagiraju na objavu informacija kada su odluke monetarne politike unaprijed najavljene. Naime, tada su u tržišnoj cijeni već uključena očekivanja o odluci monetarne politike. Tržišta reagiraju na neočekivane dijelove izjave ili govora, koji sadrže nove informacije o odluci monetarne politike, stoga tržišta jače reagiraju na neočekivane informacije od strane predsjednika ESB-a prilikom odgovaranja na pitanja novinara, u odnosu na promjenu kamatnih stopa (ako je promjena očekivana). Drugim riječima razlika u očekivanjima financijskih tržišta i informacijama koje središnja banka objavi povećava volatilnost financijskih tržišta u kratkom roku, tj. kratkoročno pokreće sudionike financijskih tržišta, no u dugom roku smanjuje se neizvjesnost o smjeru monetarne politike (Rosa, 2011.).

Prema Rosa (2011.), središnje banke u stanju su utjecati, bolje rečeno *usmjeravati*, subjekte na financijskim tržištima koristeći se samo riječima tj. frazama (poput „vigilance“ kod ESB-a) u svojim priopćenjima. Kada su informacije u priopćenjima neočekivane imati će značajniji utjecaj na dugoročne kamatne stope u odnosu na kratkoročne kamatne stope jer mogu označavati promjenu smjera monetarne politike što je značajnije za financijsku imovinu i kamatne stope u dugom roku. Također, sukladno s istraživanjem od strane Rosa (2011.) činjenica je da se Upravno vijeće češće sastaje u odnosu na FED – ov FOMC (eng. Federal Open Market Committee), ali isto tako rjeđe mijenja referentne kamatne stope (Tablica 5.). Manja promjena referentnih kamatnih stopa dokaz je da se ESB koristi priopćenjima kao instrumentom monetarne politike u cilju usmjeravanja sudionika financijskih tržišta bez konkretne intervencije na tržištu. Moguća iznenađenja vezana uz odluke monetarne politike poput promjene referentnih kamatnih stopa prvenstveno utječu na kratkoročne i srednjoročne kamatne stope, tržišta prilagođavaju vlastita očekivanja i prenose signale središnje banke putem transmisijskog mehanizma. Dugoročne kamatne stope pod većim su utjecajem prvenstveno izjava predsjednika ESB-a o budućim potezima monetarne politike tj. pod utjecajem politike budućih smjernica, odnosno kako je već i prije



spomenuto, važniji je smjer monetarne politike i njegova promjena nego li trenutna visina referentnih kamatnih stopa (Rosa, 2011.).

**Grafikon 6. Kretanje tečaja američkog dolara (USD) u odnosu na euro (EUR) u razdoblju od 1. siječnja 2007. godine do 1. lipnja 2017. godine**



Izvor: **Europska središnja banka (2017.)** ESB – SDW (*Statistical Data Warehouse*) – ECB reference exchange rate [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=EXR.D.USD.EUR.SP00.A&](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=EXR.D.USD.EUR.SP00.A&) (11.06.2017.)

Grafikonom 6. prikazano je kretanje američkog dolara u odnosu na euro u razdoblju od 1. siječnja 2007. do 1. lipnja 2017. godine. U razdoblju prije krize vidljiv je trend jačanja eura (aprecijacije) jer je potrebno više dolara za kupnju jednog eura. Izbijanjem krize i njenim prelijevanjem dolazi do velike volatilnosti tečaja. Najprije tečaj eura jača krajem 2008. godine, no kako su se posljedice krize odrazile na oba gospodarstva tečaj eura slabi (prvo jer je američki dolar svjetska valuta kojoj za kriznog razdoblja raste cijena, drugo početkom 2010. godine jača kriza europodručja negativno utječući na devizni tečaj eura). Hitrom akcijom ESB-a tečaj eura u odnosu na američki dolar postaje sve stabilniji (iako na dnevnoj razini uvijek varira). Krajem 2015. godine američko gospodarstvo u potpunosti je oporavljeno o financijske krize što je i vidljivo jačanjem američkog dolara te je za 1 EUR potrebno je izdvojiti manje od 1,15 USD. Nadalje kako je izvoz iznimno važna grana gospodarstava većine država europodručja moguće je da je deprecijacija eura provedena od strane ESB-a u cilju stimuliranja gospodarskog rasta europodručja. Objave odluka monetarne politike putem uvedne izjave predsjednika ESB-a imaju utjecaj na devizni tečaj putem utjecaja na buduće

kretanje kamatnih stopa. S obzirom da je utjecaj priopćenja središnje banke najviše izražen na međubankovnom tržištu (utjecaj na očekivanja i buduće kamatne stope) prelijevanjem njihov efekt na devizno tržište manje je izražen (Kurihara, 2014.).

## **5.2. Tržište kapitala (dionica i obveznica)**

Tržište kapitala predstavlja tržište na kojem se trguje vrijednosnim papirima čije je dospijeće duže od godine dana, drugim riječima investicije na ovim tržištima dugoročne su naravi. Putem tržišta kapitala poduzeća dolaze do dugoročnih sredstava nudeći dugoročne vrijednosne papire poput dionica i obveznica. Obveznice su dugoročni dužnički vrijednosni papiri koji nose određeni prinos, a po dospijeću dužnik vraća i glavnici. Obveznice kao vrijednosni papir predstavljaju izvor sredstava poduzećima za financiranje novih investicija (npr. širenje pogona, plasiranje novih proizvoda, širenje u inozemstvo). Jedna od najvažnijih komponenti cijene obveznice je riziko premija, naime što je obveznica manje rizična to će prinos te obveznice biti niži. Visina prinosa obveznice usko je povezana s količinom rizika koji ona nosi, a većina rizika odnosi se na kreditni rizik, odnosno vjerojatnost da dužnik neće biti u stanju podmiriti svoje obveze, odnosno vratiti sredstva.

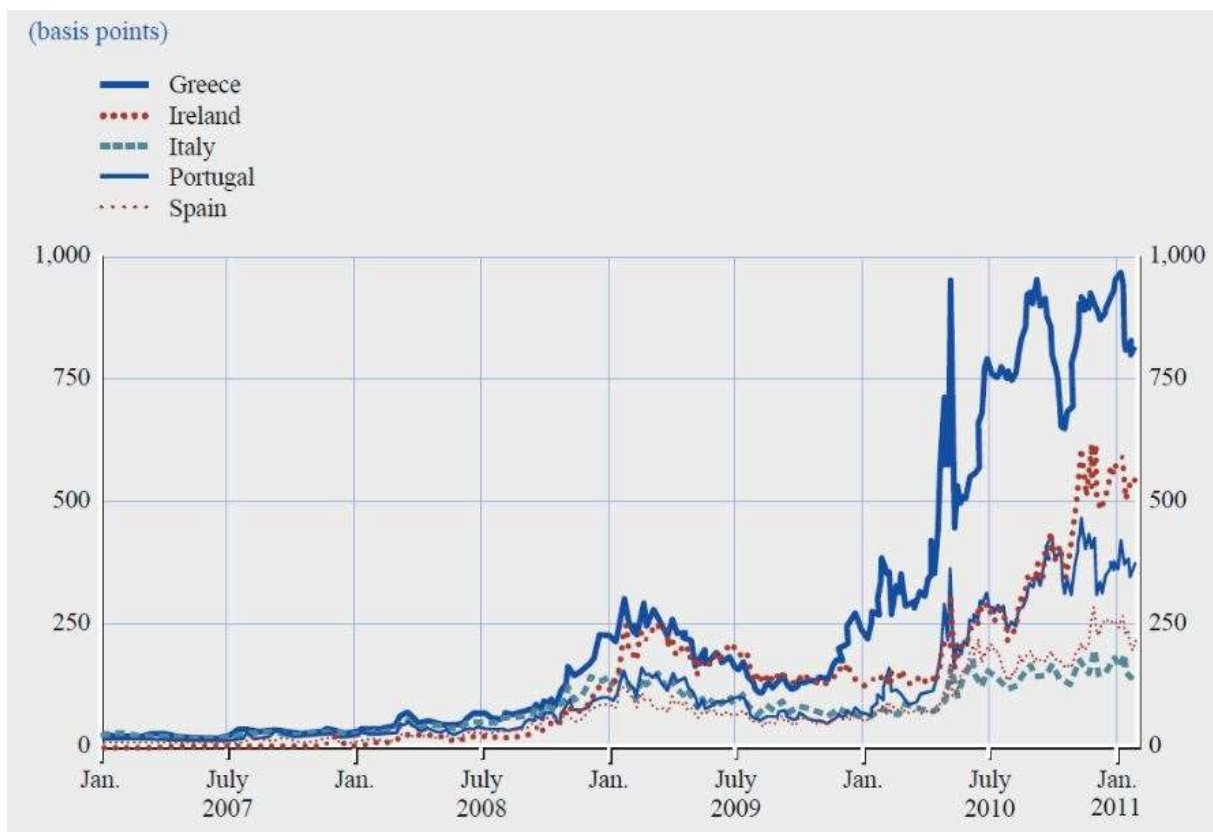
Obveznice su u načelu način kojim države financiraju proračunski deficit. Emisijom i prodajom državnih obveznica država dolazi do sredstava onda kada ih nema dovoljno u državnoj blagajni. S obzirom da će države uvijek biti u stanju podmiriti svoja dugovanja, državne obveznice predstavljaju vrlo likvidne i vrlo kvalitetne vrijednosne papire koji se mogu koristiti u raznim transakcijama kao kolateral. Na domaćem tržištu kapitala, s obzirom da je vjerojatnost moratorija države jako mala, država je u stanju jeftino se zaduživati, no visina javnog duga, proračunski deficit, te teška post-krizna situacija u zemlji može poskupiti financiranje državnih financija. Kako su državne obveznice najsigurniji vrijednosni papir na domaćem tržištu, premija rizika je minimalna, što znači da prinos na državne obveznice predstavlja najnižu cijenu koju poduzeća investitorima moraju ponuditi ako žele prikupiti sredstva.

Grafikon 7. prikazuje razlike između kamatnih stopa na desetogodišnje državne obveznice Grčke, Irske, Italije, Portugala i Španjolske u odnosu na Njemačke državne obveznice u razdoblju od 2007. do 2011. godine. Na temelju Grafikona 7. lako je zaključiti kako su razlike u kamatnim stopama na državne obveznice prije navedenih država vrlo malo odstupale u razdoblju prije krize, no situacija se mijenja izbijanjem

svjetske financijske i ekonomske krize u 2008. godini. Prema Grafikonu 7. razlika u kamatnim stopama na državne obveznice Njemačke i navedenih država počinje rasti, tako da je u 2008. godini Grčka na svoje državne obveznice davala više od 250 postotnih poena više, drugim riječima ako se Njemačka zaduživala po 1% na državne obveznice, Grčka je plaćala više od 3,5% prilikom zaduživanja, slično vrijedi i za sve druge navedene države.

U nastavku promatranog razdoblja razlika u kamatnim stopama se smanjuje kako financijska kriza slabi i neizvjesnost na financijskim tržištima opada, smanjujući riziko premiju i potičući nove investicije. Grafikon 7. jasno ilustrira intenziviranje dužničke krize europodručja početkom 2010. godine.

**Grafikon 7. Razlika između kamatnih stopa deseto-godišnjih državnih obveznica Grčke, Irske, Italije, Portugala i Španjolske u odnosu na Njemačke državne obveznice u razdoblju od 2007. godine do 2011. godine**



Izvor: **ESB (2011.)** „*The monetary policy of the ECB*“str. 128 [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>, (20.6.2017.)

Razlog izbijanja dužničke krize pojasnili smo u ranijem, drugom poglavlju rada. Podsjetimo, državne financije iscrpljene spašavanjem krizom pogođenog gospodarstva, uz smanjenu proizvodnju, povećanje nezaposlenosti i skromnijeg

državnog proračuna, sve češće podliježu zaduživanju, a s obzirom da su se ekonomska očekivanja pogoršala, uz visoki javni dug dolazi do pada kreditnog boniteta promatranih država, te one skuplje financiraju proračunski deficit.

Razlike u kamatnim stopama na državne obveznice u odnosu na referentne, Njemačke sve su izraženije kako se približavamo 2011. godini, tako da Irska plaća više od 500 postotnih poena, a Grčka gotovo 1000 postotnih poena u odnosu na referentne Njemačke obveznice, što samo potvrđuje neodrživost situacije. Važno je napomenuti da su kamatne stope na državne obveznice kamatno dno domaćeg tržišta kapitala, kako je već i ranije statirano, stoga se domaće tvrtke na tržištu kapitala zadužuju jedino za rizik uvećanim kamatnim stopama po kojima se država zadužuje. Ovako visoke kamatne stope uz još uvijek negativne prognoze ekonomskog razvoja, neizvjesnosti i oštrog kriterija kreditora blokirali su normalno funkcioniranje tržišta obveznica u promatranim državama.

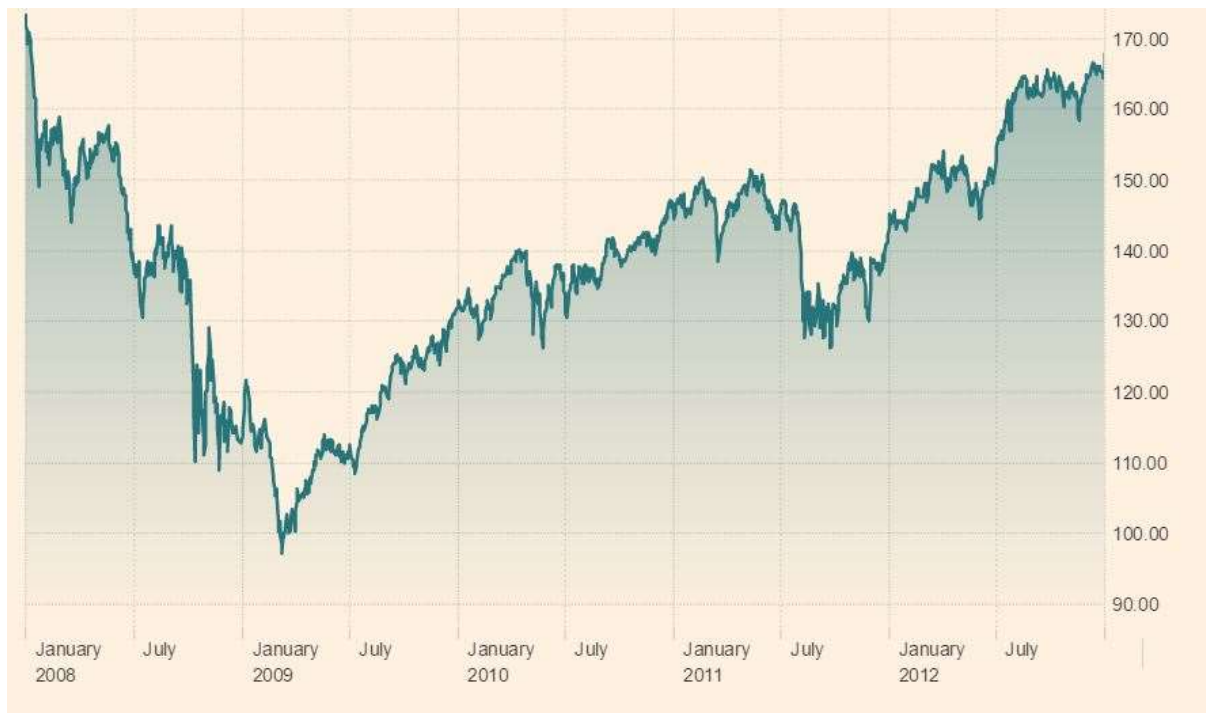
Također, zbog visokog stupnja financijske integracije novčanog tržišta europodručja javila se opravdana opasnost od prelijevanja neizvjesnosti na tržišta ostalih članica europodručja. U cilju obuzdavanja razvoja nove opće krize ESB ponovno uvodi nekonvencionalne mjere monetarne politike, s obzirom da se konvencionalna monetarna politika pokazala neučinkovitom u prenošenju signala ESB-a. U cilju oživljavanja tržišta kapitala ESB pokreće programe indirektno kupnje državnih obveznica i drugih vrijednosnih papira, kako bi pružila likvidnost na blokirana tržišta. U razdoblju od 10. svibnja 2010. do veljače 2012. godine u sklopu programa za tržišta vrijednosnih papira (SMP) ESB povodi intervencije na tržištima dužničkih vrijednosnih papira. U 2011. godini pokrenut je drugi program kupnje pokrivenih obveznica (CBPP2). Naknadno je u kolovozu 2012. godine ESB najavio mogućnost provođenja izravnih operacija na otvorenom tržištu (*eng. Outright Monetary Transactions – OMT*) što podrazumijeva kupnju državnih obveznica na sekundarnom tržištu u cilju uspostavljanja pravilnog funkcioniranja monetarnog transmisijskog mehanizma i očuvanja efikasnosti vlastite monetarne politike. S ciljem poboljšanja bankovnog kreditiranja nefinancijskog privatnog sektora u europodručju ESB u lipnju 2014. godine najavljuje niz ciljanih operacija dugoročnijeg financiranja (*eng. Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO*). U istoj godini, točnije u rujnu 2014. ESB najavljuje dva nova programa kupnje: program kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (*eng. Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP*) i treći program kupnje

pokrivenih obveznica (CBPP3), koji imaju za cilj pojačati transmisiju monetarne politike, potaknuti i poduprijeti kreditiranje gospodarstva europodručja i posljedično tome omogućiti daljnje provođenje ekspanzivne monetarne politike s obzirom na ograničenja instrumenta kamatnjaka (GOR 10. rujna 2014. iznosi 0,05%, Tablica 5., str. 64). Konačno je 9. ožujka 2015. godine ESB pokrenula program kupnje vrijednosnih papira u javnom sektoru (*eng. Public Sector Purchase Programme – PSPP*) čija je namjena kupnja vrijednosnih papira na sekundarnom tržištu, točnije obveznica izdanih od središnjih vlasti, određenih agencija i međunarodnih ili nacionalnih institucija koje se nalaze u europodručju. Zajedno objedinjeni programi kupnje vrijednosnih papira ABSPP, CBPP3 i PSPP tvore prošireni program kupnje imovine (*eng. Enhanced Asset Purchase Programme – EAPP*) čije mjesečne neto kupnje iznose 60 milijardi EUR (Europska komisija, 2017.). Nadalje Europska komisija (2017., str. 4) navodi: „Svrha je tih novih operacija osnažiti akomodativnu monetarnu politiku ESB-a i ojačati prijenos monetarne politike daljnjim poticanjem bankarskog kreditiranja. Provođen 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“ što je i potvrđeno prethodno citiranom izjavom predsjednika Draghija.

Posljedica programa otkupa vrijednosnih papira od strane ESB jest značajno povećanje bilance (aktive) središnje banke, ali i povećana likvidnost financijskih tržišta koja je tolika da mnogi ekonomisti smatraju da se europodručje nalazi u zamci likvidnosti koja je jedan od razloga neefikasne konvencionalne monetarne politike. U cilju provođenja efikasne monetarne politike ESB počela se značajnije koristiti priopćenjima u cilju usmjeravanja tržišnih očekivanja i cijena financijske imovine u željenom smjeru.

Grafikon 8. prikazuje kretanje dnevnih vrijednosti dioničkog indeksa S&P 350 u razdoblju od 1. siječnja 2008. godine do 1. siječnja 2013. godine. Indeks je prije krize sporo, ali konstantno rastao u razdoblju od 2002. godine do 2007. godine. Baš u 2007. godini inflacijski pritisci postali su izraženiji na temelju čega su monetarne vlasti postupno podizale kamatne stope. Krajem 2008. godine dolazi do izbijanja svjetske financijske krize, a Grafikon 8. pokazuje negativan trend praćen većom volatilnošću.

**Grafikon 8. Kretanje S&P Europe 350 dioničkog indeksa (dnevne vrijednosti) u razdoblju od 1. siječnja 2008. godine do 1. siječnja 2013. godine**



Izvor: **Financial Times**, (2017.) [online] dostupno na:

<https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/charts?s=SPEULVE:IOM> (10.6.2017.)

Uzrok volatilnosti jest neizvjesnost koja se s američkog tržišta „prelila“ na europsko tržište. Važno je zamijetiti da ESB od snižavanja kamatne stope na GOR 7. svibnja 2009. godine na 1% nije promijenila istu do 3. ožujka 2011. godine (Europska središnja banka, 2017. – objave o odluci monetarne politike) no financijska tržišta, u ovom slučaju tržište dionica uspostavlja pozitivan trend u 2009. godini (Grafikon 8.). Moguće je reći da su nekonvencionalne mjere monetarne politike, a među njima priopćenja ESB-a, imale značajnu ulogu u usmjeravanju tržišnih očekivanja, te snižavanju neizvjesnosti vezanu uz promjene kamatnih stopa od strane monetarnih vlasti. Nadalje, može se zaključiti da politika budućih smjernica ESB ima umirujući efekt na financijska tržišta u dugom roku, jer smanjuju tržišnu neizvjesnost što smanjuje premije rizika na tržištima i olakšavaju bolju alokaciju sredstava na istima. Na temelju istog Grafikona 8. vidljivo je intenziviranje krize europodručja (drastičan pad indeksa u drugoj polovici 2011. godine), no kako je ESB ubrzo reagirala programima kupnje privatnih vrijednosnih papira (u cilju pružanja dovoljne likvidnosti tržištima i stabiliziranja cijene dionica) indeks početkom 2012. godine uspostavlja uzlazan trend. Kao argument u prilog izloženim tvrdnjama moguće je navesti empirijsko istraživanje

od Kurihara (2014.) koje nastoji utvrditi utjecaj objava monetarne politike odnosno komunikacija ESB-a na prosječni DAX indeks. DAX indeks jedan je od najpoznatijih i najviše korištenih indeksa u Njemačkoj. Rezultati istraživanja potvrđuju tezu da priopćenja ESB-a imaju utjecaj na dionički indeks putem utjecaja na buduće kamatne stope, no on je kratkoročan i vrlo malen.

Nadalje Nakić (2015.) navodi da su nekonvencionalne mjere monetarne politike u europodručju prema istraživanju imale negativan utjecaj. Operacije pružanja likvidnosti bankama utjecale su na pad cijena dionica, isto tako nije došlo do porasta inflacijskih očekivanja kupnjom državnih obveznica. Prema istraživanju postoji pozitivna veza između politike budućih smjernica i deprecijacije eura. Programi kupnje državnih obveznica negativno su utjecali na dugoročna inflacijska očekivanja te također na dugoročne kamatnjake. Kupnje privatnih vrijednosnica imale su pozitivan utjecaj na cijenu dionica, utjecale su na porast inflacijskih očekivanja, ali su rezultirale i aprecijacijom eura te porastom dugoročnih kamatnjaka. U slučaju Japana politika budućih smjernica značajno je utjecala na porast cijena dionica i deprecijaciju jena. Na porast dugoročnih inflacijskih očekivanja i snižavanje kamatnjaka na 10-godišnje državne obveznice (što doprinosi snižavanju dugoročnih kamatnjaka) značajno su utjecale kupnje državnih obveznica. Kupnje privatnih vrijednosnica pozitivno su utjecale na deprecijaciju jena, ali su djelovale i na snižavanje inflacijskih očekivanja. Temeljem istraživanja Nakić zaključuje da u situaciji kada je kamatnjak blizu nule, monetarna politika središnje banke ne gubi na manevarskom prostoru (zbog ograničenja konvencionalnih instrumenata monetarne politike – politike kamatnjaka) već same najave središnjih banaka o budućim mjerama imaju značajan utjecaj na kretanje cijena na financijskim tržištima (Nakić, 2015.).

Središnje banke u razdoblju recesije provode labaviju, ekspanzivnu monetarnu politiku u cilju stimuliranja gospodarstva i njegovog oporavka. Ipak monetarna politika je ograničena kada su kamatnjaci na razinama blizu nule, tada dodatna likvidnost ne rezultira povećanom kreditnom aktivnošću. Središnje banke putem politike budućih smjernica nastoje prenijeti javnosti jasne i precizne informacije o budućem smjeru monetarne politike, što se pokazalo važnim instrumentom u cilju smanjenja neizvjesnosti na tržištu i rasta cijena imovine potičući oporavak gospodarstva (Nakić, 2015.). Priopćenja ESB imaju važan utjecaj na kratkoročne kamatne stope koje utječu

na očekivanja subjekata finansijskih tržišta i nakon 5 mjeseci, tj. na kratkoročna očekivanja kako je i prikazano Slikom 3. (str. 14) (Lamla, Rupprecht, 2006.).



## 6. Zaključak

Središnje su banke u proteklih dvadeset godina postajale sve više i više transparentne. Veća transparentnost ima niz prednosti za središnje banke, a jedan od njih je i veća efikasnost monetarne politike. U ovom se radu na pregledan način objašnjava kriza europodručja (ali i svjetska financijska i ekonomska kriza s obzirom da je ona uzročnik dužničke krize) i reakcija monetarne politike ESB-a na iste. S obzirom da je monetarni transmisijski mehanizam tijekom krize u pojedinim dijelovima zakazao te nije pravodobno prenosio signale ESB-a realnoj ekonomiji uvođenje nekonvencionalnih instrumenata bilo je opravdano.

Iako su od mjera nekonvencionalne monetarne politike najviše pozornosti privukli programi kupnje vrijednosnih papira dijelom i na temelju kritika prilikom njihovog uvođenja, priopćenja ESB-a imale su važnu ulogu u usmjeravanju tržišnih očekivanja.

Priopćenja ESB-a kao instrument nekonvencionalne monetarne politike pokazala su se vrlo korisnim u usmjeravanju tržišnih očekivanja i neutraliziranju neizvjesnosti kako je i dokazano rezultatima empirijskih istraživanja analiziranim u poglavljima rada. Važnost ovog „novog“ instrumenta monetarne politike očituje se u tome da se u situaciji kada su kamatne stope blizu nule što znači da daljnje spuštanje istih ne predstavlja nikakav stimulus gospodarstvu monetarna politika nije ograničena odnosno nemoćna. Priopćenja središnje banke daju sposobnost istoj da utječe na očekivanja subjekata financijskih tržišta i njihovo ponašanje bez ikakvih konkretnih intervencija na tržištu.

Same promjene referentnih kamatnih stopa od strane središnjih banaka danas nemaju toliku važnost u očima sudionika financijskih tržišta, jer sama visina tekućeg kamatnjaka ne daje dovoljno informacija o budućem smjeru monetarne politike koja ima značajan utjecaj prilikom donošenja budućih investicijskih odluka. Drugim riječima, odluke monetarne politike središnje banke bez konteksta sudionicima financijskih tržišta predstavljaju samo broj, jer iako definiraju trenutnu cijenu sredstava na novčanom tržištu ne pružaju nikakve informacije o razlozima na temelju kojih je donesena odluka, o stanju i budućem kretanju ekonomije, o planiranom efektu donesene odluke i budućem smjeru monetarne politike. Nedostatak svih tih informacija naveo bi sudionike financijskih tržišta da nagađaju koji je sljedeći potez središnje banke što bi povećalo volatilnost i neizvjesnost na financijskim tržištima smanjujući učinkovitost monetarne politike. Priopćenja ESB-a prvenstveno putem izjava

predsjednika ESB-a, govora i intervjuja te ekonomskog biltena čine baš to, daju odlukama monetarne politike od strane Upravnog vijeća kontekst, pružaju dodatne informacije zainteresiranim stranama i predstavljaju fleksibilan i učinkovit instrument u upravljanju tržišnim očekivanjima. Nadalje, politika budućih smjernica sadržana u uvodnoj izjavi predsjednika ESB-a utječe na očekivanja sudionika financijskih tržišta o budućem kretanju kamatnih stopa te tako čini nekonvencionalne mjere monetarne politike efikasnijima.

U prethodnim poglavljima rada dokazana je teza da priopćenja ESB-a doista utječu na kretanje financijskih tržišta što potvrđuju i brojna empirijska istraživanja spomenuta u radu. Temeljem priopćenja ESB-a sudionici financijskih tržišta u stanju su predvidjeti buduće promjene monetarne politike koje usmjeravaju njihova vlastita očekivanja i investicijske odluke u krajnosti, na što i ukazuje KOF MPC indikator. Također visoki stupanj korelacije kumulativnog KOF MPC indeksa i kretanja referentne kamatne stope ukazuje na visoki stupanj usklađenosti priopćenja ESB-a i mjera monetarne politike koje provodi. Drugim riječima, svojim djelima ESB potvrđuje ono što putem priopćenja u sklopu politike budućih smjernica govori ili signalizira sudionicima financijskih tržišta, odnosno ponaša se u skladu s poznatom izrekom koja glasi „*put your money where your mouth is*“.

Zaključno, priopćenja ESB-a važan su instrument jedinstvene monetarne politike, no mjerenje njihovog utjecaja na očekivanja financijskih tržišta vrlo je kompliciran proces. S obzirom da je utjecaj priopćenja izravan i najizraženiji na novčanom tržištu, korištenje unutardnevnih podataka (*eng. tick data*) visoke frekvencije pokazatelja poput tromjesečnog Euribor futuresa predstavljaju dobar temelj u cilju kvalitetne analize utjecaja priopćenja ESB na financijska tržišta.

## Literatura

### A) Online članci i publikacije:

1. BERGER H., DE HAAN J., STURM J-E (2006.) *Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on ECB Communication*, CESifo Working Paper No. 1652, siječanj 2006. CESifo, [online], dostupno na: [http://www.cesifo-group.de/pls/guestci/download/CESifo%20Working%20Papers%202006/CESifo%20Working%20Papers%20January%202006/cesifo1\\_wp1652.pdf](http://www.cesifo-group.de/pls/guestci/download/CESifo%20Working%20Papers%202006/CESifo%20Working%20Papers%20January%202006/cesifo1_wp1652.pdf) (8.7.2017.)
2. BLINDER A. S., EHRMANN, M., FRATZSCHER, M., DE HAAN, J., JANSEN, D-J. (2008.) *Central bank communication and monetary policy, A survey of theory and evidence*, Working paper series, No. 898/MAY 2008., str. 1-55, Frankfurt, ESB [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp898.pdf?380fa5b27a75abbc e110013251f9afaf> (19.6.2017.)
3. BLINDER A. S., GOODHART, C. A. E., HILDEBRAND, P. M., LIPTON, D. A., i WYPLOSZ C. (2001.) *How do central banks talk?* Geneva Reports on the World Economy 3, ICMB i CEPR, London, [online] dostupno na: [http://www.icmb.ch/ICMB/Publications\\_files/Geneva%203%20.pdf](http://www.icmb.ch/ICMB/Publications_files/Geneva%203%20.pdf) (14.4.2017.)
4. CONSOLIDATED VERSION OF THE TREATY ON THE FUNCTIONING OF THE EUROPEAN UNION (TFEU), 326/47-390, 2.10.2012., čl. 127, st. 1. [online] dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A12012E%2FTXT> (6.7.2017.)
5. DE HAAN J. (2008.) *The effect of ECB communication on interest rates: An assesment*, University of Groningen, October 2008, str. 375 – 398, Springer, [online], dostupno na: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11558-008-9048-z> (5.6.2017.)
6. EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA (2002.) *The accountability of the ECB*, Monthly Bulletin, November 2002., str. 45-57, ESB [online] dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp45\\_57\\_mb200211en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp45_57_mb200211en.pdf) (6.7.2017.)
7. EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA (2010.) *The ECB's response to the financial crisis* str. 59-74 ECB, Frankfurt, [online] dostupno na:

- [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201010en\\_pp59-74en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf)  
(19.5.2017.)
8. EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA (2011.) *The monetary policy of the ECB*, Frankfurt, ESB [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>,  
(21.6.2017.).
9. EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA (2014.) *The ECB's Forward Guidance*, ECB Monthly Bulletin, Travanj, 2014., 65-75., [online], dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201404en\\_pp65-73en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf)  
(21.6.2017.).
10. EUROPSKI PARLAMENT (2017.) *Europska monetarna politika*, Kratki vodič o Europskoj uniji – 2017. 1-5, [online], dostupno na: [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU\\_4.1.3.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/hr/FTU_4.1.3.pdf) (7.7.2017.)
11. KNUTTER R., MOHR B., WAGNER H. (2011.) *The Effects of Central Bank Communication on Financial Stability: A Systematization of the Empirical Evidence* University of Hagen, Discussion Paper No. 463, January 2011, [online], dostupno na: <https://www.fernuni-hagen.de/wirtschaftswissenschaft/download/beitraege/db463.pdf> (5.6.2017.)
12. KOF SWISS ECONOMIC INSTITUTE (2007.) KOF Monetary Policy Communicator, Press Release [online] dostupno na: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-monetary-policy-communicator.html> (8.7.2017.)
13. KOHN D. L., SACK B. P. (2003.) *Central Bank Talk: Does It Matter and Why?* Board of the Federal Reserve System, Washington 25. kolovoza 2003. [online], dostupno na: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200355/200355pap.pdf>  
(8.7.2017.).
14. KURIHARA Y. (2014.) *Do European Central Bank Announcements Influence Stock Prices and Exchange Rates?* Journal of Applied Finance & Banking, vol. 4, no. 4, 2014, 1-14, Scienpress Ltd, 2014. [online] dostupno na: [http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%204\\_4\\_1.pdf](http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%204_4_1.pdf) (9.7.2017.)
15. LAMLA M. J. i RUPPRECHT S. M. (2006.) *The Impact of ECB Communication on Financial Market Expectations*, Swiss Institute for Business Cycle Research

- Working Papers No. 135 travanj 2006. Str. 1-26. [online] dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=900411](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900411) (19.6.2017.)
16. MISHKIN F. S. (2011.) *Monetary policy strategy: Lessons from the crisis*, NBER WORKING PAPER SERIES, Working Paper 16755, veljača 2011., National Bureau Of Economic Research, Cambridge, [online] dostupno na: <http://www.nber.org/papers/w16755> (24.6.2017.)
17. MOESSNER R., JANSEN D-J., DE HAAN J. (2015.) *Communication about future policy rates in theory and practice: A survey*, DNB Working paper No. 475/ Srpanj 2015., str. 1-31, Središnja banka Nizozemske, Amsterdam, 2015. [online], dostupno na: [https://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20475\\_tcm46-322943.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/Working%20paper%20475_tcm46-322943.pdf) (21.6.2017.)
18. NAKIĆ M. (2015.) *Komunikacija središnje banke – novi instrument monetarne politike* Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 13, br. 2. str. 122-137, [online], dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/file/219600> (5.6.2017.)
19. ROMAN A., BILAN I. (2012.) *The Euro area sovereign debt crisis and the role of ECB's monetary policy*, Emerging Markets Queries in Finance and Business, Procedia Economics and Finance 3 (2012.) 763-768, Elsevier, Rumunjska, [online], dostupno na: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567112002274> (4.6.2017.)
20. ROSA C. (2011.) *Talking less and moving the markets more: Evidence from the ECB and the FED*, Scottish Journal of Political Economy, Vol. 58, No. 1, February 2011., 51-81 str., Blackwell Publishing Ltd, 9600 Gariston Road, Oxford, [online], dostupno na: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-9485.2010.00536.x/full> (11.6.2017.)
21. ROSA C. i VERGA G. (2005.) *Is ECB Communication Effective?* CEP Discussion Paper No. 682 Travanj 2005., Centre for Economic Performance, LSE, London [online], dostupno na: [http://eprints.lse.ac.uk/19899/1/Is\\_ECB\\_Communication\\_Effective.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/19899/1/Is_ECB_Communication_Effective.pdf) (22.6.2017.)
22. ROSA C. i VERGA G. (2008.) *The Impact of Central Bank Announcements on Asset Price in Real Time*, International Journal of Central Banking, Vol. 4 No.

(2) str. 185, [online] dostupno na:  
<http://www.ijcb.org/journal/ijcb08q2a5.pdf?origin> (22.6.2017.)

23. WOODFORD M. (2005.) *Central bank communication and policy effectiveness*, NBER Working paper series, Working paper 11898, December 2005., str. 1-67, Cambridge, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 2005., [online], dostupno na: <http://www.nber.org/papers/w11898> (19.6.2017.)

## B) Elektronički izvori informacija:

1. CŒURÉ B. (2017.) *Central bank communication in a low interest rate environment*, govor na događaju organiziranom od strane Bruegela, Bruxelles 31. ožujka 2017. godine, Europska središnja banka [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170331.en.html> (21.7.2017.)
2. EURIBOR RATES – EU (2017.), službene stranice web portala za Euribor, dostupno na: <http://www.euribor-rates.eu/> (8.6.2017.)
3. EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA (2017.), ESB – SDW (*Statistical Data Warehouse*), dostupno na: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do> (11.6.2017.)
4. EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA (2017.), službena stranica Europske središnje banke dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/html/index.en.html> (8.6.2017.)
5. FINANCIAL TIMES (2017.), službene stranice online časopisa Financial Times, dostupno na: <https://www.ft.com/?mhq5j=e2> (10.6.2017.)
6. KOF SWISS ECONOMIC INSTITUTE (2017.) KOF Monetary Policy Communicator, službene stranice Švicarskog ekonomskog instituta dostupno na: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-monetary-policy-communicator.html> (8.7.2017.)
7. PRAET P. (2012.) *The crisis response in the eurp area*, govor na događaju pod nazivu Pioneer Investments' Colloquia Series „Redrawing the Map: Nwe Risk, New Reward“ organiziranog od strane Unicredit S.p.A, Peking 17. travnja 2013. godine, Europska središnja banka [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130417.en.html> (22.7.2017.)

8. PRAET P. (2017.) *The ECB's mandate, instruments, and accountability*, predavanje na „Heidelbergskom Simpoziju“, Heidelberg, 11. ožujka 2017. godine, Europska središnja banka [online], dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170511\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170511_1.en.html) (22.7.2017.)
9. TRICHET J-C. (2009.) *The ESB's enhanced credit support*, govor na Sveučilištu u München-u, 13. srpnja 2009. godine, Europska središnja banka [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html> (7.7.2017.)

## Popis tablica

<b>Tablica 1. Monetarni instrumenti ESB .....</b>	<b>8</b>
<b>Tablica 2. Empirijska istraživanja vezana za financijsku stabilnost i komunikacije središnje banke – ZAPISNICI, REZULTATI GLASOVANJA .....</b>	<b>46</b>
<b>Tablica 3. Empirijska istraživanja vezana za financijsku stabilnost i komunikacije središnje banke – IZJAVE, KONFERENCIJE ZA MEDIJE .....</b>	<b>50</b>
<b>Tablica 4. Empirijska istraživanja vezana za financijsku stabilnost i komunikacije središnje banke - GOVORI I INTERVIJU .....</b>	<b>55</b>
<b>Tablica 5. Ključne kamatne stope (u postocima) ESB - a od siječnja 1999. do ožujka 2016. godine .....</b>	<b>64</b>



## Popis slika

Slika 1. Upravljačka tijela ESB .....	5
Slika 2. "Zaćarani krug" dužničke krize i krize bankarskog sektora .....	12
Slika 3. Monetarni transmisijski mehanizam ESB .....	14
Slika 4. Utjecaj priopćenja središnje banke na volatilnost i stabilnost financijskih tržišta .....	17
Slika 5. Krug efikasnosti monetarne politike središnje banke.....	30
Slika 6. Kretanje KOF MPC indikatora i kamatne stope glavnih operacija refinanciranja ESB u razdoblju od 2004. do 2013. godine (u postocima) .....	42
Slika 7. Kretanje kamatne stope na glavne operacije refinanciranja i kumulativnog KOF MPC indeksa u razdoblju do 1999. do 2007. godine .....	61

## Popis grafikona

Grafikon 1. Prosječno korištenje stalno raspoloživih mogućnosti ESB na dnevnoj razini u razdoblju od siječnja 1999. godine do kolovoza 2008. godine u milijardama eura .....	9
Grafikon 2. Prosječno korištenje stalno raspoloživih mogućnosti ESB na dnevnoj razini u razdoblju od rujna 2008. godine do siječnja 2011. godine u milijardama eura .....	10
Grafikon 3. Struktura aktive ESB u razdoblju od 1999. do 2015. godine u milijunima eura.....	22
Grafikon 4. Kretanje kamate na tromjesečni Euribor futuresa na dan 6. travnja 2006. godine (tick data).....	51
Grafikon 5. Kretanje tjednog Euribor-a i referentnih kamatnih stopa ESB u razdoblju od siječnja 2004. do rujna 2013. godine .....	60
Grafikon 6. Kretanje tečaja američkog dolara (USD) u odnosu na euro (EUR) u razdoblju od 1. siječnja 2007. godine do 1. lipnja 2017. godine .....	66
Grafikon 7. Razlika između kamatnih stopa deseto-godišnjih državnih obveznica Grčke, Irske, Italije, Portugala i Španjolske u odnosu na Njemačke državne obveznice u razdoblju od 2007. godine do 2011. godine .....	68
Grafikon 8. Kretanje S&P Europe 350 dioničkog indeksa (dnevne vrijednosti) u razdoblju od 1. siječnja 2008. godine do 1. siječnja 2013. godine .....	71

## **Danijel Petrović, Priopćenja Europske središnje banke i kretanje financijskih tržišta tijekom krize europodručja**

### **Sažetak**

Priopćenja središnjih banaka u posljednjih dvadeset godina dobivaju sve više na važnosti, tim više izbijanjem svjetske financijske i ekonomske krize. Konvencionalna monetarna politika ESB pokazala se neučinkovitom u stabilizaciji financijskih tržišta i suzbijanju negativnih posljedica svjetske, a kasnije i krize europodručja. Kao odgovor na krizu ESB uvodi nekonvencionalne mjere monetarne politike za čije efikasno provođenje važnu ulogu imaju priopćenja ESB-a. U ovome radu na temelju brojnih empirijskih istraživanja nastoji se dokazati utjecaj priopćenja ESB-a na financijska tržišta. Rezultati analize ukazuju na to da izjave predsjednika ESB-a imaju značajan utjecaj na očekivanja sudionika financijskih tržišta, prvenstveno novčanih tržišta. Politika budućih smjernica ESB-a ima značajnu ulogu u provođenju suvremene monetarne politike, jer usidranjem tržišnih očekivanja o budućem kretanju kamatnih stopa omogućuje pravilno funkcioniranje monetarnog transmisijskog mehanizma.

**Ključne riječi:** ESB, priopćenja, monetarna politika, kriza europodručja, financijska tržišta

## **Danijel Petrović, European Central Bank communications and financial market movements during the eurozone crisis**

### **Summary**

In the past two decades central bank communication became increasingly important, more so with the outbreak of the global financial and economic crisis. The ECB's conventional monetary policy proved inefficient in stabilizing financial markets and mitigating negative effects of the global, and later sovereign debt crisis. The ECB's answer to the crisis was the implementation of unconventional monetary policy measures for which central bank communications play an important role in ensuring policy efficiency. On the basis of numerous empirical literature, in this paper we examine the impact ECB's communications have on European financial markets. Our findings indicate that introductory statements of the ECB's governor have a significant impact on the expectations of financial market participants, primarily money market participants. The ECB's forward guidance has an important role in conducting its modern monetary policy, as it anchors market's expectations about the future path of interest rates and allows proper functioning of the monetary transmission mechanism.

**Key words:** ECB, communications, monetary policy, euro area crisis, financial markets