

Monetarna politika Europske središnje banke

Jeromela, Kelly

Master's thesis / Diplomski rad

2023

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:137:629679>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-23**



Repository / Repozitorij:

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



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

Kelly Jeromela

**MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE
BANKE**

Diplomski rad

Pula, 2023.

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

Kelly Jeromela

**MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE
BANKE**

Diplomski rad

JMBAG: 0303081038, redovita studentica

Studijski smjer: Financijski management

Predmet: Financijski sustav EU

Znanstveno područje: Društvene znanosti

Znanstveno polje: Ekonomija

Znanstvena grana: Financije

Mentorica: Prof. dr. sc. Marta Božina Beroš

Pula, prosinac 2023.



IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisana **Kelly Jeromela**, kandidatkinja za magistricu 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.

Studentica

Jeromela Kelly

U Puli, prosinac 2023. godine



IZJAVA

o korištenju autorskog djela

Ja, **Kelly Jeromela** dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj diplomski rad pod nazivom **Monetarna politika Europske središnje banke** 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 diplomskih 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, prosinac 2023. godine

Potpis

Jeromela Kelly

SADRŽAJ

1. UVOD.....	3
2. STRUKTURA FINANCIJSKOG SUSTAVA EUROPODRUČJA	5
2.1. Financijske institucije i financijski posrednici.....	5
2.2. Financijska tržišta	9
2.3. Stupanj financijske integracije i financijska stabilnost	14
3. TEORIJSKI, LEGISLATIVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR JEDINSTVENE MONETARNE POLITIKE	20
3.1. Teorijski temelji jedinstvene monetarne politike Europske središnje banke ...	20
3.2. Legislativni temelji Europske središnje banke i Europskog sustava središnjih banaka	21
3.3. Europska središnja banka – institucija koja provodi jedinstvenu monetarnu politiku.....	23
4. MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE „NA PAPIRU“.....	26
4.1. Strategije monetarne politike Europske središnje banke	26
4.2. Transmisijski mehanizam Europske središnje banke.....	31
5. MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE U NEDAVNOJ PRAKSI	35
5.1. Utjecaj financijskih kriza na jedinstvenu monetarnu politiku.....	35
5.1.1. Svjetska financijska kriza	36
5.1.2. Kriza javnog duga europodručja	39
5.1.3. Kriza uzrokovana pandemijom virusa Covid-19.....	43
5.2. Nekonvencionalne mjere monetarne politike	47
5.3. Jedinstvena monetarna politika u uvjetima rastuće inflacije.....	54
6. ZAKLJUČAK	59
POPIS LITERATURE	61
POPIS ILUSTRACIJA	66
SAŽETAK.....	68
SUMMARY	69

1. UVOD

Važna odrednica svakog gospodarstva je razvijen financijski sektor. Tokom godina financijski sektor neprekidno se razvija te sve više dobiva na značenju. Financijski sustav i njegove sastavnice ugrađene su u sve dijelove ekonomije, a stanovništvo u uslugama financijskog sustava pronalazi sve veći oslonac. Dakle, financijski sektor i njegove komponente karakterizira visoki stupanj međupovezanosti s ekonomijom te gospodarstvom, ali i aspektima društvenog života jedne zemlje. Međutim, gospodarstvo i gospodarska kretanja su nepredvidiva. Ta se nepredvidivost vrlo jasno prikazala u području financija proteklih dvadesetak godina gdje su se događanja i šokovi u gospodarstvu prelili na financijski sektor, ali i obrnuto. Navedeno pred provoditelje monetarne politike stavlja sve teži izazov - održati tržište i cijene u gospodarstvu stabilnim.

Središnje banke kao provoditelji monetarne politike imaju ključnu ulogu u pružanju likvidnosti bankarskom sektoru i stabilizaciji cijena u gospodarstvu. Europodručje jedinstveno je područje koje se sastoji od više zemalja sa istom valutom - eurom. Za europodručje monetarnu politiku provodi Europska središnja banka. Pri uspostavi monetarne politike Europska središnja banka mora u obzir uzeti makroekonomske uvjete u svim zemljama europodručja imajući na umu prethodno spomenuti efekt prelijevanja šokova među zemljama, što čini zadaću provođenja jedinstvene monetarne politike izuzetno zahtjevnom i složenom.

Stoga se u ovom radu detaljno prikazuje monetarna politika Europske središnje banke, njezine strategije i implikacije. Također, analizirat će se instrumenti i intervencija monetarnom politikom Europske središnje banke tokom posljednjih financijskih kriza.

Svrha rada je prikazati strukturu financijskog sustava europodručja i monetarne politike Europske središnje banke, njezine strategije i instrumente. Cilj rada je ukazati na učinke monetarne politike Europske središnje banke u kontekstu gospodarskih poremećaja odnosno kriza u europodručju.

Istraživanjem, analiziranjem i interpretiranjem relevantne postojeće znanstveno-stručne literature, prije svega članaka i publikacija inozemnog i domaćeg izvora, pretraživanjem službenih internetskih stranica institucija Europske unije te obradom dostupnih statističkih podataka u radu se nastoje prikazati bitna obilježja jedinstvene

monetarne politike Europske središnje banke. Sukladno predmetu i ciljevima rada, razvijena je specifična metodologija rada; naime u svim se poglavljima koristi metoda deskripcije, zatim induktivna i deduktivna metoda, dok se u petom poglavlju koristi i metoda kompilacije.

Rad se sastoji od šest sadržajnih cjelina koje se međusobno nadovezuju. U uvodnom dijelu donosi se aktualnost teme, svrha i cilj izrade rada, korištene metode prilikom pisanja rada te sadržaj rada. Nakon uvoda slijedi prikaz strukture financijskog sustava europodručja koji uključuje financijske institucije i posrednike te financijska tržišta uz osvrt na financijsku integraciju i stabilnost u europodručju. Teorijsko, legislativno i institucionalno razmatranje jedinstvene monetarne politike europodručja predstavlja podlogu za obujam i opseg monetarne politike i mandata provoditelja monetarne politike u europodručju – Europske središnje banke te je opisano u trećem poglavlju rada. Strategije monetarne politike Europske središnje banke i transmisijski mehanizam detaljno su objašnjeni u četvrtom poglavlju. Nadalje, u petom poglavlju analizira se monetarna politika Europske središnje banke u nedavnoj praksi, točnije u kontekstu financijskih kriza, uz poseban naglasak na nekonvencionalne mjere monetarne politike. Rad završava zaključkom, u kojem se daje pregled rada te se sumiraju karakteristike monetarne politike Europske središnje banke uz osvrt na njenu učinkovitost s obzirom na europsko gospodarstvo.

2. STRUKTURA FINANCIJSKOG SUSTAVA EUROPODRUČJA

U suvremenom okruženju financijski sektor sve više dobiva na značenju. Štoviše, financijski sektor i gospodarstvo međusobno su ovisni. Kako bi se ukazalo na važnost zdravog financijskog sustava potrebno je razumjeti njegovu strukturu i karakteristike, na što se fokusiraju sljedeća potpoglavlja.

2.1. Financijske institucije i financijski posrednici

Poznato je iz financijske teorije da financijske institucije pružaju financijske usluge, a jedna od temeljnih usluga je usluga financijske intermedijacije. Financijska intermedijacija predstavlja najzastupljeniji oblik transfera raspoloživih novčanih sredstava od financijski suficitarnih jedinica (štediša) prema financijski deficitarnim jedinicama (pozajmiteljima) preko financijskih posrednika.¹

Međutim, financijski posrednik ne djeluje isključivo kao „instrument“ prijenosa novčanih sredstva drugim institucionalnim jedinicama, već se izlaže riziku stjecanjem financijske imovine i stvaranjem obveza za vlastiti račun.

U opseg poslovanja financijskih institucija ubraja se²:

- pretvorba financijske imovine prikupljene na tržištu u druge oblike financijske imovine,
- trgovina financijskom imovinom za račun klijenata i za vlastiti račun,
- pomoć u kreaciji različitih oblika financijske imovine prema potrebi klijenata,
- obavljanje usluge investicijskog savjetovanja,
- upravljanje portfeljem financijskih instrumenata i sl.

Europska središnja banka (eng. European Central Bank, ili „ESB“) definira dvije kategorije financijskih posrednika: monetarne financijske institucije i ostale financijske institucije. Monetarne financijske institucije čine Eurosustav, odnosno Europska središnja banka i središnje banke država članica europodručja, te kreditne i nekreditne institucije čija je osnovna djelatnost primati depozite od drugih institucija (izuzev

¹ Institut national de la statistique et des études économiques, *Financial intermediation*, 2019., dostupno na: <https://www.insee.fr/en/metadonnees/definition/c1873>, (pristupljeno 3.10.2023.).

² Prof. dr. sc. Marta Božina Beroš, *Financijske institucije*, materijali sa predavanja, 2023.

monetarnih financijskih institucija) i odobravati kredite i/ili ulagati u vrijednosne papire.³

Monetarne financijske institucije prema ESB-u dijele se na:

- a) *središnje banke*, odnosno nacionalne središnje banke država članica Europske unije i Europska središnja banka;
- b) *financijske institucije koje primaju depozite osim središnjih banaka*, a to su:
 1. kreditne institucije čija je djelatnost primanje depozita ili drugih povratnih sredstava od javnosti i odobravanje kredita za vlastiti račun,
 2. financijski posrednici (osim kreditnih institucija) čija je djelatnost primanje depozita i/ili bliskih zamjena za depozite od institucionalnih jedinica (uključujući i nemonetarne financijske institucije) i odobravanje zajmova i/ili ulaganje u vrijednosne papire za vlastiti račun,
 3. institucije za elektronički novac koje se uglavnom bave financijskim posredovanjem u obliku izdavanja elektroničkog novca;
- c) *fondove tržišta novca*, odnosno društva za zajednička ulaganja koja izdaju dionice ili udjele koji su bliska zamjena za depozite.⁴

S druge strane, ostale financijske institucije pružaju financijske usluge kućanstvima i nefinancijskim institucijama te trguju na financijskim tržištima u svoje ime.⁵ To su primjerice, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi, zajednički fondovi, trgovci vrijednosnim papirima i dr.

Ključna razlika između ostalih i monetarnih financijskih institucija jest ta da monetarne financijske institucije mogu primiti depozite stanovništva, dok ostale financijske institucije instrumente financiranja pronalaze u drugim izvorima, poput izdavanja vrijednosnih papira. Također, ostale financijske institucije podliježu blažim regulatornim zahtjevima u odnosu na monetarne financijske institucije.⁶

Posebna pozornost pridaje se monetarnim financijskim institucijama (poslovnim bankama, štedionicama i dr.) budući da odobravanjem kredita kućanstvima i poslovnom sektoru utječu na provođenje monetarne politike u nacionalnom

³ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 48.

⁴ Europska središnja banka, *List of financial institutions*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/list_of_financial_institutions/, (pristupljeno 4.10.2023.).

⁵ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 52.

⁶ Ibidem, str. 52.

gospodarstvu.⁷ Upravo je navedeno jedan od razloga zašto upravo bankarski sektor u Europskoj uniji podliježe zajedničkim nadzornim standardima.

U nastavku je prikazan broj monetarnih financijskih institucija u europodručju u kolovozu 2010. usporedno s kolovozom 2023. godine.

Tablica 1. Broj monetarnih financijskih institucija u europodručju (2010. i 2023.)

Broj monetarnih financijskih institucija u europodručju		
	Kolovoz 2010.	Kolovoz 2023.
Središnje banke	17	22
Kreditne institucije	6.383	3.994
Fondovi tržišta novca	1.534	398
Ostale monetarne institucije	3	250
Ukupno	7.937	4.664

Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Number of monetary financial institutions (MFIs) in the euro area (pure number)*, dostupno na:

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?id=JDF_MFI_MFI_LIST&period=index, (pristupljeno 4.10.2023.)

Kreditne institucije čine najveći udio u monetarnim financijskim institucijama, čak 80% 2010. godine te 86% 2023. godine. U kolovozu 2010. godine u europodručju poslovalo je 6.383 kreditnih institucija, trinaest godina kasnije broj kreditnih institucija smanjuje se na 3.994 jedinica.

Preostalu većinu čine fondovi tržišta novca, 19% 2010. godine te 9% 2023. godine. Tokom promatranog razdoblja broj fondova tržišta novca opada za 1.136 institucionalnih jedinica.

Tokom promatranog razdoblja uočljiv je trend opadanja broja monetarnih financijskih institucija. Uzrok navedenog nalazi se u procesu konsolidacije gdje veće kreditne instituciju preuzimaju one manje. Proces konsolidacije u europskom bankarskom sustavu javlja se zbog niza čimbenika, poput tehnološkog razvoja, deregulacije, liberalizacije i globalizacije, a uvođenje, odnosno širenje eura kao službene valute dodatno je poticao ovaj razvoj stvarajući više transparentnosti i međupovezanosti u bankarskom sektoru.⁸

Europska središnja banka, uz nacionalne središnje banke, prikuplja statističke

⁷ Ibidem, str. 48.

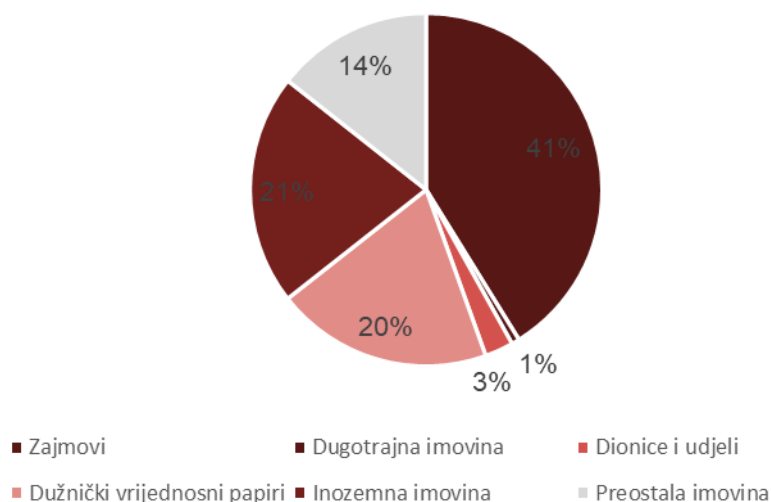
⁸ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 48.

podatke od monetarnih financijskih institucija u europodručju na temelju čega izrađuje agregiranu i konsolidiranu bilancu monetarnih financijskih institucija u europodručju.⁹

Agregirana bilanca sektora monetarnih financijskih institucija zbroj je harmoniziranih bilanci svih monetarnih financijskih institucija u europodručju, a konsolidirana bilanca dobiva se tzv. netiranjem¹⁰ agregiranih bilančnih pozicija između monetarnih financijskih institucija u europodručju.¹¹ Najvažnije stavke bilance monetarnih financijskih institucija su zajmovi na strani imovine te depoziti na strani obveza.

U nastavku grafičkim prikazom prikazani su udjeli stavaka konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija.

Grafikon 1. Struktura aktive konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija europodručja u kolovozu 2023.



Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Money, credit and banking: Consolidated balance sheet*, dostupno na: <https://data.ecb.europa.eu/publications/money-credit-and-banking/3031820>, (pristupljeno 5.10.2023.).

Grafikon 1. prikazuje strukturu aktive konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija u europodručju u kolovozu 2023. godine. Najveći bilančni udio aktive zauzimaju zajmovi i to 40% ukupne imovine monetarnih financijskih institucija u europodručju. Zatim slijede primljeni dužnički vrijednosni papiri koji čine 20% ukupne imovine monetarnih financijskih institucija u europodručju, dok dugotrajna imovina,

⁹ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 49.

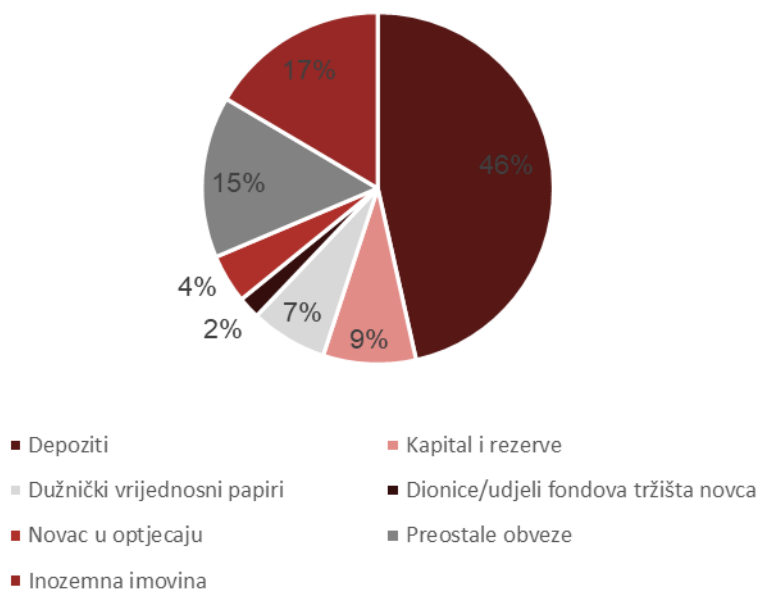
¹⁰ Netiranje (eng. *netting*) predstavlja kompenzaciju, odnosno prebijanje vrijednosti međusobnih potraživanja i obveza između dviju ili više strana kako bi se dobio neto iznos istih.

¹¹ Europska središnja banka, *The balance sheets of monetary financial institutions (MFIs)*, dostupno na: www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/mfi_balance_sheets/, (pristupljeno 5.10.2023.).

dionice i udjeli te preostala imovina zauzimaju neznatan udio.

U nastavku slijedi grafički prikaz udjela stavaka pasive konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija.

Grafikon 2. Struktura pasive konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija europodručja u kolovozu 2023.



Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Money, credit and banking: Consolidated balance sheet*, dostupno na: <https://data.ecb.europa.eu/publications/money-credit-and-banking/3031820>, (pristupljeno 5.10.2023.).

U pasivi konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija europodručja u kolovozu 2023. godine najveći udio u ukupnim obvezama zauzimaju depoziti (46%), a najmanji udio zauzima novac u optjecaju (4%).

2.2. Financijska tržišta

Teorijski se financijska tržišta mogu klasificirati prema nekoliko kriterija sukladno njihovim određenim značajkama. Mogu se klasificirati ovisno o tome odnosi li se financijska transakcija na prvu kupnju novo emitiranih vrijednosnih papira (primarno tržište) ili se istima već trgovalo (sekundarno tržište). Nadalje, sekundarno tržište može se organizirati na dva načina. Jedan od načina je organizirana trgovina vrijednosnim papirima na burzama, a drugi način podrazumijeva dogovoreno, decentralizirano

trgovanje preko „dilerskih šaltera“ (eng. Over the counter, ili skraćeno „OTC“ tržište).¹²

Također, moguće je finansijsko tržište klasificirati i s obzirom na oblik finansijskog instrumenta kojim se trguje na tržištu. Razlikuju se „vlasnička“ i „dužnička“ tržišta.¹³ Glavna razlika između vlasničkog kapitala i duga je u tome što izdavatelj ne mora otplatiti vlasnički kapital, dok je dug finansijska tražbina koja se mora otplatiti i to u određenim iznosima, po određenoj kamatnoj stopi i na određeni datum.

Nadalje, ovisno o dospijeću finansijskog instrumenta razlikujemo tržište novca na kojem se trguje vrijednosnim papirima s dospijećem do godinu dana i tržište kapitala na kojem se trguje vrijednosnim papirima s dospijećem duljim od godine dana.¹⁴

Posljednja teorijska podjela finansijskih tržišta posebno je zanimljiva s aspekta ovog rada zato što upravo tržište novca ima ključnu ulogu u prijenosu odluka o monetarnoj politici, s obzirom da promjene u monetarnoj politici isprva utječu na tržište novca. Integrirano i razvijeno tržište novca preduvjet je za učinkovitu monetarnu politiku, budući da tržište novca osigurava jednaku distribuciju likvidnosti od strane središnje banke i homogenu razinu kratkoročnih kamatnih stopa u cijelom europodručju.¹⁵

U europodručju integraciji nacionalnih tržišta novca pridonio je razvoj infrastrukture platnog prometa, posebice tzv. platni sustav za namiru nacionalnih i prekograničnih platnih transakcija u eurima u realnom vremenu po bruto načelu (eng. Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, ili „TARGET“).

Tržište novca na europodručju sastoji se od nekoliko segmenata: neosigurano tržište novca, „repo“ tržište i „swap“ tržište.¹⁶ Neosigurano tržište usmjereno je ka upravljanju bankovnim potrebama za likvidnošću, pa se na njemu javljaju neosigurane transakcije kratkog dospjeća. „Repo“ tržište i „swap“ tržište za strane valute spadaju u osigurana tržišta, na kojima se pozajmljivanje vrši uz kolateral¹⁷ te je uglavnom kratkoročno. Također, tržište novca na europodručju uključuje i tržište finansijskih izvedenica, od kojih su najvažnije kamatni *swap*, budućnosnice i opcije.

¹² O. Silville, *Vrijednosni papiri*, Sarajevo, Revicon, 2003., str. 17.

¹³ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 42.

¹⁴ Silville O., op. cit., str. 7.

¹⁵ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 43.

¹⁶ Loc. cit.

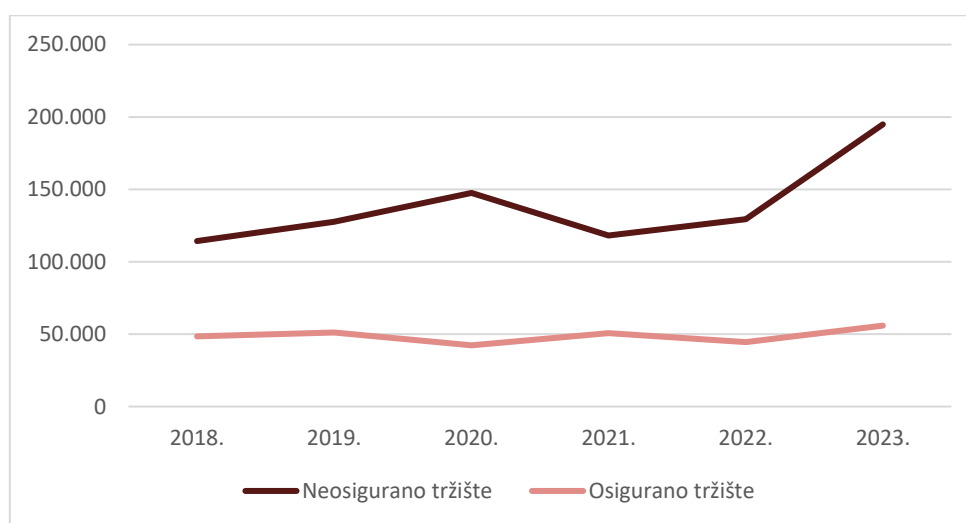
¹⁷ Kolateral predstavlja predmet određene vrijednosti koji vjerovnik može oduzeti dužniku ako dužnik ne ispuni svoje finansijske obveze sukladno dogovorenim uvjetima prema vjerovniku. Finansijski kolateral podrazumijeva finansijsku imovinu, primjerice vrijednosne papire.

Od početka do 2007. godine tržište novca europodručja bilježilo je godišnje stope rasta. Pod utjecajem svjetske financijske krize 2007. godine ovaj se trend mijenja te ukupni promet na tržištu novca u europodručju počinje opadati. Svjetska financijska kriza posebice je negativno utjecala na neosigurani segment tržišta novca europodručja. Uzrok pada prometa trgovanja na neosiguranom tržištu europodručja nalazi se i u prelasku na osigurano financiranje kako bi se izbjegao kreditni rizik druge ugovorne strane i rizik pada potražnje za likvidnošću.¹⁸

S druge strane, osigurano tržište postalo je najveći segment tržišta novca europodručja i nastavilo je rasti u razdoblju od 2007. do 2010. godine.¹⁹

U nastavku je grafičkim prikazom prikazan prosječni dnevni promet na neosiguranom i osiguranom tržištu europodručja od 2018. godine do 2023. godine za lipanj.

Grafikon 3. Prosječni dnevni promet na neosiguranom i osiguranom tržištu novca u europodručju (u milijunima €, za lipanj)



Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Datasets: Secured - Wholesale - Borrowing - Average daily turnover – Total i Unsecured - Wholesale - Borrowing - Average daily turnover – Total*, dostupno na: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>, (pristupljeno 10.10.2023.).

Iz gornjeg grafikona moguće je uočiti kako je segment osiguranog tržišta europodručja značajno stabilniji u odnosu na segment neosiguranog tržišta u promatranom razdoblju. Štoviše, u cjelokupnom promatranom razdoblju znatno frekventnije je neosigurano tržište u odnosu na osigurano te bilježi veći promet trgovanja.

¹⁸ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 44.

¹⁹ Loc. cit.

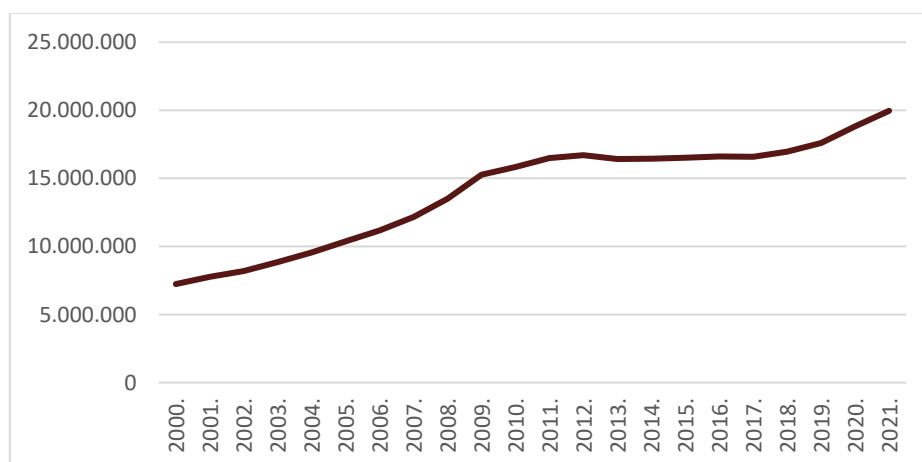
Trgovanje na osiguranom tržištu novca u europodručju bilježi manji pad 2020. godine pod utjecajem pandemije virusa Covid-19 zbog čega je bio smanjen opseg poslovanja poslovnog sektora i trgovanja na financijskim tržištima. S druge strane, od 2018. godine do 2020. godine trgovanje na neosiguranom tržištu u europodručju bilježi značajan rast, ali potom i nagli pad sve do 2021. godine, također pod utjecajem pandemije virusa Covid-19. Međutim, 2022. godine neosigurano tržište započinje s „oporavkom“ te bilježi veći rast od osiguranog tržišta.

Osim navedenih, razlikujemo i tržište dužničkih vrijednosnih papira te tržište kapitala.

Tržište novca europodručja uključuje i tržište kratkoročnih vrijednosnih papira (npr. komercijalni zapisi, potvrde o depozitu). Početkom 2000-tih godina monetarne financijske institucije bile su najznačajniji izdavatelj dužničkih vrijednosnih papira, a nakon svjetske financijske krize raste udio državnog sektora kao izdavatelja. Također, javni sektor najvažniji je izdavatelj dugoročnog duga, a udio monetarnih financijskih institucija kao izdavatelja počinje rasti tek krajem 2010-e godine.²⁰

Grafikonom u nastavku prikazan je kontinuiran porast nepodmirenih iznosa dužničkih vrijednosnih papira koje su izdali rezidenti europodručja, što ujedno ukazuje i na porast izdavanja dužničkih vrijednosnih papira od 2000-tih godina pa sve do danas.

Grafikon 4. Nepodmireni iznosi dužničkih vrijednosnih papira izdanih od rezidenata europodručja (u milijunima €, u prosincu)

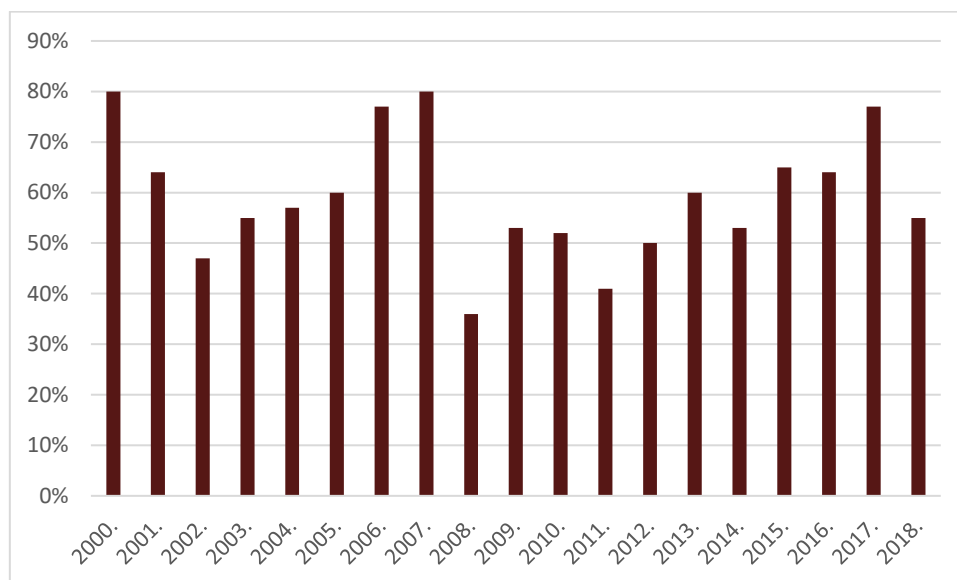


Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Outstanding amounts of debt securities issued by euro area residents*, dostupno na: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets>, (pristupljeno 10.10.2023.).

²⁰ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 44.

Kao što nam je poznato iz financijske teorije, jedan od najvažnijih pokazatelja razvijenosti tržišta kapitala je tržišna kapitalizacija u postotku BDP-a. Tabličnim prikazom u nastavku dan je pregled tržišne kapitalizacije europodručja.

Grafikon 5. Tržišna kapitalizacija domaćih tvrtki uvrštenih na burzu (% BDP-a)



Izvor: izrada autorice prema: Svjetska banka, *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)*, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/home.aspx>, (pristupljeno 10.10.2023.).

Tržišna kapitalizacija u europodručju početkom 2000-tih godina iznosi 80% BDP-a. Slijede godine pada tržišne kapitalizacije na čak 48% 2002. godine. No, razdoblje pred svjetsku financijsku krizu, recimo 2006. i 2007. godina, bilježe porast na ponovnih 80% BDP-a. Krajem 2008. godine, pod utjecajem svjetske financijske krize, tržišna kapitalizacija u europodručju pada na povijesno najnižih 38% BDP-a. Navedeni je pad posljedica velike volatilnosti i pada cijena dionica diljem svijeta te nepovoljnih globalnih makroekonomskih uvjeta. Međutim, već 2009. godine uočava se oporavak tržišne kapitalizacije europodručja. U nadolazećim godinama, nakon svjetske financijske krize, tržišna kapitalizacija u europodručju nije se u potpunosti stabilizirala, već bilježi odstupanja.

Još jedan pokazatelj rastuće važnosti tržišta dionica je broj uvrštenih trgovačkih društava na burzi, odnosno uređenom tržištu. U europodručju taj je broj porastao s 4.276 krajem 1990. na 6.445 do kraja 2009. godine.²¹

²¹ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 47.

2.3. Stupanj financijske integracije i financijska stabilnost

Financijsko integriranje predstavlja proces kojim se uklanjaju financijske prepreke kako bi se omogućilo slobodno kretanje kapitala između zemalja te međupovezivanje nacionalnih tržišta kapitala.²²

Financijska integracija europodručja odnosi se na dostupnost financijskih usluga pod istim pravilima i uvjetima u svim zemljama europodručja. Dakle, tržište financijskim instrumentima integrirano je ukoliko se na sve subjekte na tržištu koji imaju jednake relevantne karakteristike primjenjuju isti tržišni propisi, svi imaju jednaki pristup tržištu, te se s njima jednako postupa na tržištu.²³

Viši stupanj financijske integracije u europodručju može rezultirati boljim i raznovrsnijim mogućnostima ulaganja te omogućiti veću diverzifikaciju rizika ulaganjem izvan nacionalnih granica. Kroz integrirano financijsko tržište veća je mogućnost učinkovitije i nesmetane implementacije instrumenata monetarne politike.

Karakteristike financijski integriranog tržišta očituju se kroz nekoliko značajki. Prije svega neovisno je o različitim financijskim strukturama koje se javljaju u različitim zemljama europodručja. Nije nužno da će veći stupanj financijske integracije dovesti i do konvergencije financijskih struktura unutar europodručja.²⁴

Nadalje, prepreke optimalnoj alokaciji kapitala nisu prepreke i financijskoj integraciji, ukoliko su simetrične.²⁵ Za financijsku integraciju važno je pitanje jesu li prepreke na financijskom tržištu simetrične ili asimetrične.

Potpuna financijska integracija zahtjeva jednak pristup ponudi i potražnji na financijskom tržištu europodručja. Dakle, neophodan bi bio jednak pristup financijskim institucijama, instrumentima i platformama, bez obzira na karakteristike ulagača te jednak tretman svih ulagača. Ukoliko iz ikojeg razloga postoji diskriminacija na financijskom tržištu (npr. zakonska ograničenja pristupa tržišta ili trgovanja pojedinim financijskim instrumentima i sl.), tada tržište nije u potpunosti financijski integrirano. Međutim, tržište može biti i djelomično financijski integrirano.

²² A. Tolj: *Utjecaj financijske integracije na usklađivanje poslovnog ciklusa Hrvatske sa zemljama Eurozone*, Sveučilište u Splitu, Split, 2020., str. 84.

²³ L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, et. al.: *Measuring financial integration in the euro area*, Europska središnja banka (ECB), Frankfurt am Main, 2004., str. 6.

²⁴ Loc. cit.

²⁵ Loc. cit.

Ranije navedena definicija financijske integracije usko je povezana sa zakonom jedne cijene, koji nalaže da ako imovina ima identične rizike i povrate, tada bi trebala imati identičnu cijenu bez obzira na to gdje se transakcija vrši.²⁶

Financijska integracija općenito, pa tako i u europodručju, nosi koristi, ali i određene troškove koji su prikazani tabličnim prikazom u nastavku.

Tablica 2. Koristi i potencijalni troškovi financijske integracije

Koristi financijske integracije	Potencijalni troškovi financijske integracije
Podjela rizika Poboljšana alokacija kapitala Ekonomski rast Upozorenja	Koncentracija kapitala Pogrešna alokacija kapitala Gubitak makroekonomske stabilnosti Procikličnost i volatilnost tokova kapitala

Izvor: izrada autorice prema: P. R. Agenor, *Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts*, World Bank, Washington DC, 2001., str. 5.-15.

Financijska integracija omogućuje viši stupanj diverzifikacije rizika budući da tržišta integriranjem u jednu cjelinu proširuju ponudu financijskih instrumenata. Zbog šire ponude financijskih instrumenata na tržištu, ulagačima je omogućena diverzifikacija dijela rizika, primjerice, onog koji proizlazi iz specifičnih tržišnih uvjeta određene zemlje. Nadalje, viši stupanj financijske integracije rezultira višom učinkovitosti alokacije kapitala. Odnosno, moguće je pristizanje više kapitala u deficitarne zemlje, te se širi raspon izvora financiranja, ulagačkih prilika te potiče stvaranje likvidnijeg tržišta. Generiranje kapitalnih tokova u deficitarne zemlje omogućuje stvaranje novih kapitalnih investicija, a uzročno i porast gospodarske aktivnosti te zaposlenosti što, naposljetku, rezultira ekonomskim rastom.

S druge strane, nerijetko se događa da se prekogranični tokovi kapitala usmjeravaju, odnosno koncentriraju prema određenom broju zemalja. Štoviše, moguća je i pogrešna alokacija kapitala te ulaganje u neodržive i nekvalitetne projekte. Nadalje, veliki priljevi kapitala također mogu imati i neželjene makroekonomske učinke te

²⁶ Baele L., Ferrando A., Hördahl P. et. al., op. cit., str. 6.

poticati inflaciju, monetarnu ekspanziju i sl. Kratkoročni kapitalni tokovi često su prociklični čime se ugrožava financijska stabilnost europodručja.

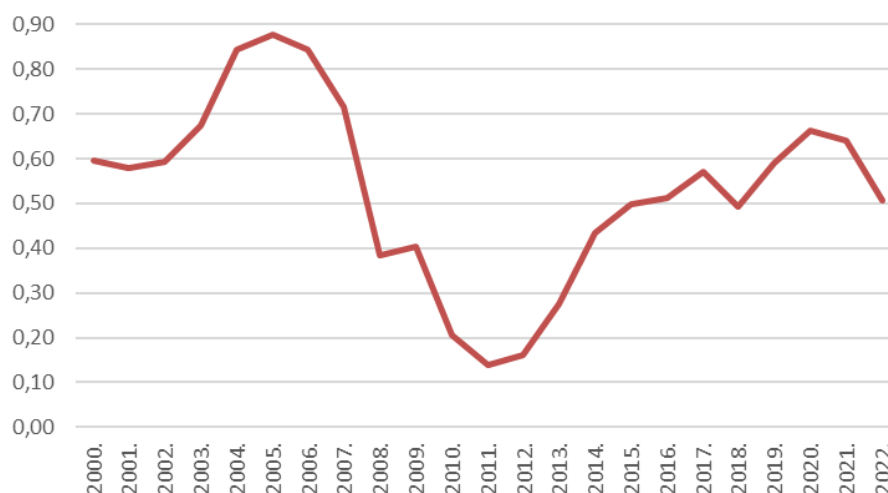
Svakako, financijska integracija čini financijsko tržište europodručja učinkovitijim i otpornijim, a europsko gospodarstvo snažnijim time što potiče stvaranje jedinstvenog europskog tržišta financijskih usluga.

Kako bi podržao i dalje poticao financijsku integraciju, Eurosustav provodi četiri vrste aktivnosti kojima pridonosi jačanju financijske integracije:

- a) savjetovanje o zakonodavnom i regulatornom okviru za financijski sustav i izravno donošenje pravila,
- b) djeluje kao katalizator za aktivnosti privatnog sektora olakšavanjem kolektivnog djelovanja,
- c) unaprjeđuje znanje, podiže svijest i prati stanje europske financijske integracije,
- d) usluge središnje banke također potiču europsku financijsku integraciju.²⁷

U nastavku slijedi prikaz stupnja financijske integracije europodručja na temelju cijena. Indikator financijske integracije temeljen na cijenama mjeri razliku između prinosa na pojedini oblik financijske imovine ovisno o njenom geografskom porijeklu.²⁸

Grafikon 6. Financijska integracija europodručja temeljena na cijenama



Izvor: izrada autorice prema: ESB, *Indicators of financial integration and structure in the Euro area*, dostupno na: www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/financial_integration, (pristupljeno 12.10.2023).

²⁷ Europska središnja banka: *Measuring financial integration in the Euro area*, ESB, Frankfurt am Main, 2014., str. 107.

²⁸ Prof. dr. sc. Marta Božina Beroš, *Financijske institucije*, materijali sa predavanja, 2023.

Nakon uvođenja eura 1999. godine vidljiv je porast stupnja financijske integracije europodručja. Rast stupnja financijske integracije nastavlja se sve do 2005. godine do povijesno rekordnih 0,90. Zatim nastupa hipotekarna kriza koja započinje u Sjedinjenim državama, no njezine se posljedice očituju i na europskom tlu, pa stoga financijska integracija počinje opadati u europodručju. Navedeni negativni trend opadanja financijske integracije europodručja dodatno produbljuje svjetska financijska kriza 2008. godine. Od 2011. godine sve do 2017. godine financijska se integracija europodručja počinje oporavljati te indikator temeljen na cijenama poprima vrijednost od 0,58, no ne doseže vrijednost iz 2005. godine. Od 2017. do 2019. financijska integracija europodručja ponovno doživljava slabljenje uzrokovano "Brexit" događajima. Veliki šok i nagli ekonomski pad 2020. godine izaziva pandemija virusa Covid-19. Mjere suzbijanja virusa uključivale su smanjenje opsega gospodarskih aktivnosti i ograničavanje izvoza i uvoza, što je prouzročilo ekonomski pad u europodručju.

Financijska stabilnost jedan je od ključnih preduvjeta održivoga gospodarskog rasta. Očituje se u nesmetanom funkcioniranju svih segmenata financijskog sustava u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i u otpornosti sustava na iznenadne šokove.²⁹

Financijska stabilnost europodručja u ovom će se radu sagledati kroz nekoliko aspekata: financijska tržišta, otpornost privatnog i javnog sektora, kućanstva bankarskog sustava i bankovne unije.

Financijska tržišta i dalje su osjetljiva čak i na manji gospodarski pad ili inflaciju. Tokom godina, financijska tržišta gube na stabilnosti zbog raznih makroekonomskih šokova poput svjetske financijske krize, krize uzrokovane pandemijom virusa Covid-19 i dr. Već ove godine stabilnost financijskog tržišta europodručja bila je prodrmana zabrinutošću zbog sistemskog rizika nakon niza bankrota banaka izvan europodručja. Iako su posljedice po bankama u europodručju bile ograničene, financijska tržišta i banke diljem svijeta međusobno su povezane i nije u potpunosti moguće isključiti negativne učinke bankrota jedne banke na neku drugu banku.

Glavni cilj Europske središnje banke je stabilnost cijena kojeg zatim slijedi cilj

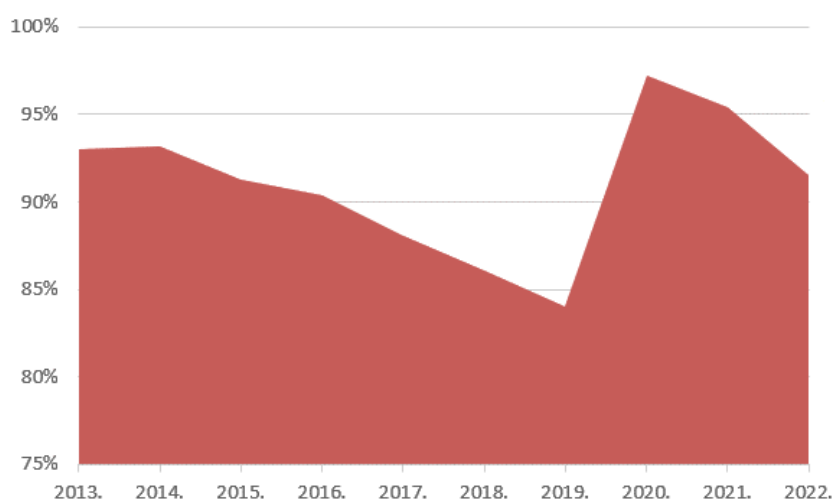
²⁹ Hrvatska narodna banka, *O financijskoj stabilnosti*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/o-financijskoj-stabilnosti>, (pristupljeno 13.10.2023.).

financijske stabilnosti. U trenutnim uvjetima visoke inflacije poduzeti su stroži uvjeti financiranja koji mogu imati negativne učinke na profitabilnost financijske imovine.

Navedeni događaji poslužili su kao podsjetnik na potrebu kontinuiranog jačanja bankarskog sustava, ali i europske bankovne unije jer se time jača sposobnost financijskog sustava europodručja da izdrži buduće sistemske rizike i makroekonomske šokove.³⁰

S državnog aspekta, tokom posljednjih nekoliko mjeseci umanjili su se pritisci na javne financije zbog pada cijene energije. No, fiskalni temelji u nekim su zemljama i dalje krhki zbog visoke razine duga, rastućih troškova financiranja i velike kratkoročne potrebe za refinanciranjem.³¹ Omjer državnog duga i BDP-a u europodručju pao je sa 95,4% posto u 2021. godini na 91,5% na kraju 2022. Kretanje državnog duga europodručja detaljnije je prikazano grafikonom 7.

Grafikon 7. Državni dug u europodručju u % BDP-a



Izvor: Trading economics, *Euro Area Government Debt to GDP*, dostupno na: www.tradingeconomics.com/euro-area/government-debt-to-gdp, (pristupljeno 13.10.2023.).

Nakon pandemije koronavirusa, privatni sektor u europodručju bilježi zadovoljavajući oporavak. No, ubrzo se privatni sektor u europodručju suočava sa inflacijom koja otežava uvjete poslovanja. Zapravo, neka su poduzeća uspjela povećati svoje profitne marže u sektorima koji su suočeni s ograničenom ponudom i potražnjom.³² Navedeno

³⁰ Europska središnja banka, *Financial stability review*, May 2023, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.hr.html>, (pristupljeno 13.10.2023.)

³¹ Loc. cit.

³² Loc. cit.

je dovelo do pritiska za većim plaćama, a samim time i do rizika rasta inflacije.

Međutim, ukoliko dođe do oštrijeg gospodarskog usporavanja u skorije vrijeme, u kombinaciji sa trenutnim postrožavanjem uvjeta financiranja, javiti će se novi izazov za dio privatnog sektora koji je iz pandemije virusa Covid-19 izašao sa višim razinama duga, nižim profitom i padom obujma poslovanja.

Kućanstva u europodručju u posljednjih godinu dana bilježe volatilnu kreditnu dinamiku.³³ Manjak realnog dohotka, odnosno visoka razina inflacije, zajedno s višim kamatama, sve više ugrožava sposobnost kućanstava da otplaćuju dug, posebice u segmentu potrošačkih kredita. Korištenje makrobonitetnih mjera koje se temelje na zajmoprimcima u većini zemalja europodručja posljednjih godina pomoglo je u ograničavanju akumulacije kreditnog rizika.³⁴

Nedavni nepovoljni događaji u bankarskom sektoru Sjedinjenih država i Švicarske doveli su pod upitnik zdravlje i stabilnost bankarske industrije. Posljedice ovih događaja bile su ograničene u europodručju zbog dobrih temelja bankarskog sektora. Bankarski sektor europodručja oslanja se na snažne kapitalne i likvidonosne temelje. Osjetljivost banaka na šokove likvidnosti ublažena je sastavom visokokvalitetne likvidne imovine, uglavnom od rezervi koje se drže kod Europske središnje banke.

Možemo zaključiti da je financijska stabilnost tokom godina u europodručju poboljšana, no i dalje krhka. Dodatni makroekonomski šokovi mogli bi razotkriti postojeće, ali i nove ranjivosti, osobito one povezane s visokim razinama duga u cijelom gospodarstvu europodručja.

Očuvanje i jačanje otpornosti financijskog sektora ključno je za financijsku stabilnost, ali i za gospodarsku stabilnost. Uzevši navedeno u obzir, ključno je dovršiti bankovnu uniju i ojačati politike za nebankarski financijski sektor kako bi se dodatno povećala otpornost i stabilnost financijskog sektora europodručja.

³³ Loc. cit.

³⁴ Loc. cit.

3. TEORIJSKI, LEGISLATIVNI I INSTITUCIONALNI OKVIR JEDINSTVENE MONETARNE POLITIKE

Europska unija nastala je slobodnom voljom država članica. Njezino poslovanje temelji se na osnivačkim ugovorima, protokolima, sporazumima i drugim pravnim aktima koji definiraju ciljeve, organizaciju, način rada te osnivanje institucija Europske unije. Sličan legislativni okvir uokviruje kreaciju i provedbu jedinstvene monetarne politike.

3.1. Teorijski temelji jedinstvene monetarne politike Europske središnje banke

Monetarnu politiku provodi Eurosustav kojeg čine ESB i nacionalne središnje banke država članica europodručja. Temeljni cilj monetarne politike ESB-a, stabilnost cijena, kroz povijest ostao je nepromijenjen. Stabilnost cijena najbolje doprinosi gospodarskoj aktivnosti te smanjenju nezaposlenosti, odnosno povećava ukupno opće blagostanje.

Mjere monetarne politike provode se kroz financijski sustav. Zbog toga je podređeni cilj monetarne politike ESB-a financijska stabilnost.³⁵ Štoviše, financijski sustav alat je protoka novca kroz gospodarstva, pa samim time i financijska stabilnost ima važnu ulogu u održavanju stabilnosti cijena.

Instrumenti monetarne politike dizajnirani su sukladno obilježjima financijskog sustava europodručja, no i pod snažnim utjecajem Bundesbanke, središnje banke Republike Njemačke.³⁶ Provedena istraživanja pokazala su da je većinu instrumenata ESB preuzela od Bundesbanke uz prilagodbu različitim obilježjima zemalja europodručja. Razlozi tome pronalaze se u ekonomskom i povijesnom značaju Republike Njemačke i njezine monetarne politike. U razdoblju koje je prethodilo stvaranju eura kao zajedničke valute, Republika Njemačka bila je dominantna zemlja na europskom području sa visokom stopom gospodarskog rasta. Nakon uvođenja eura kao službene valute europodručja u Njemačkoj se javlja strah od divergentnih ekonomskih kretanja u europodručju. Kako bi uklonila strah Bundesbanka postavlja temelje slične svojima pri oblikovanju zajedničke monetarne politike cijelog europodručja.

³⁵ Europska središnja banka, *Monetary policy and financial stability*, dostupno na: www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monpol-financial-stability, (pristupljeno 15.10.2023.).

³⁶ J. Faust, J. H. Rogers i J. H. Wright, *An empirical comparison of Bundesbank and ECB monetary policy rules*, Federal Reserve Board, 2001., str. 1.

3.2. Legislativni temelji Europske središnje banke i Europskog sustava središnjih banaka

Temelji za osnivanje Europske središnje banke uspostavljeni su 1994. godine osnivanjem Europskog monetarnog instituta (eng. The European Monetary Institute, ili „EMI“) sukladno Ugovoru iz Maastrichta, koji je sadržavao i plan uvođenja zajedničke valute.³⁷

Europska središnja banka i Europski sustav središnjih banaka (eng. European System of Central Banks, ili „ESSB“) osnovani su Statutom 1. srpnja 1998. godine.³⁸ Europska središnja banka osnovana je kao središte Eurosustava i Europskog sustava središnjih banaka.

ESSB se sastoji od ESB-a i nacionalnih središnjih banaka svih država članica EU-a bez obzira na njihovu službenu valutu. Međutim, ESSB nema svoju vlastitu pravnu osobnost, nema upravljačka tijela i nema mogućost djelovanja. Europodručje odnosi se na države članice čija je valuta euro, a Eurosustav se sastoji od ESB-a i nacionalnih središnjih banaka onih država koje su prihvatile euro, kako je prikazano u nastavku.

Shema 1. Odnos ESB-a i ESSB-a

EUROPSKI SUSTAV SREDIŠNJIH BANAKA	EUROPEAN CENTRAL BANK					EUROSUSTAV
	Österreichische Nationalbank	Nationale Bank van België	Hrvatska narodna banka	Central Bank of Cyprus	Deutsche Bundesbank	
Suomen Pankki	Latvijas Banka	Esti Pank	Bank of Greece	Banca d'Italia		
De Nederlandsche Bank	Banque de France	Lietuvos Bankas	Banque Centrale du Luxembourg	Central Bank of Malta		
Central Bank of Ireland	Banco de Portugal	Národná Banka Slovenska	Banka Slovenije	Banco de Espana		
Bulgarian National Bank	Ceska Národní Banka	Danmarks Nationalbank	Magyar Nemzeti Bank	Narodowy Bank Polski		
	Banca Nationala a României		Sveriges Riksbank			

Izvor: izrada autorice prema: Deutsche Bundesbank, *Central banks of the European System (ESCB)*, dostupno na: <https://www.bundesbank.de/en/bundesbank/eurosystem/central-banks-of-the-european-system-escb--616604>, (pristupljeno 18.10.2023.).

³⁷ Europska središnja banka, *Europski monetarni institut*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/archives/emi/, (pristupljeno 17.10.2023.).

³⁸ Europska središnja banka, *ESB, ESSB i Eurosustav*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.hr.html>, (pristupljeno 16.10.2023.).

Nakon uvođenja eura, od 1. siječnja 1999. godine, Europska središnja banka odgovorna je za provođenje jedinstvene monetarne politike za europodručje. Stvarni nositelj jedinstvene monetarne politike Europske unije je Eurosustav. Pravna osnova za jedinstvenu monetarnu politiku jest Ugovor o funkcioniranju Europske unije i Statut Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke.³⁹

Ugovor o Europskoj uniji o odnosu monetarne politike i Eurosustava nalaže slijedeće:

1. *„Europska središnja banka, zajedno s nacionalnim središnjim bankama, čini Europski sustav središnjih banaka (ESSB). Europska središnja banka, zajedno s nacionalnim središnjim bankama država članica čija je valuta euro, čini Eurosustav i provodi monetarnu politiku Unije.“*
2. *„ESSB-om upravljaju tijela Europske središnje banke nadležna za odlučivanje. Glavni cilj ESSB-a je održati stabilnost cijena. Ne dovodeći u pitanje taj cilj, ESSB podupire opće ekonomske politike Unije kako bi doprinio postizanju njezinih ciljeva.“⁴⁰*

Osnovne zadaće koje se provode putem ESSB-a navedenu su u Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke:

- *„utvrđivanje i provođenje monetarne politike Unije,*
- *obavljanje deviznih poslova u skladu s odredbama članka 219. tog Ugovora,*
- *držanje i upravljanje službenim deviznim pričuvama država članica,*
- *promicanje nesmetanog funkcioniranja platnih sustava“.⁴¹*

Europska središnja banka u svom radu može se koristiti i mjerama prudencijalne politike zahvaljujući čl. 127. Ugovora o funkcioniranju Europske unije koji glasi:

1. *„Vijeće, uredbama, u skladu s posebnim zakonodavnim postupkom, može jednoglasno, nakon savjetovanja s Europskim parlamentom i Europskom središnjom bankom, dodijeliti Europskoj središnjoj banci određene zadatke koji se odnose na politike o bonitetnom nadzoru nad kreditnim i drugim financijskim*

³⁹ Loc. cit.

⁴⁰ Europska unija, *Ugovor o funkcioniranju Europske unije, članak 282.*, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12016E282> (pristupljeno 16.10.2023. godine).

⁴¹ Europska unija, *Statut Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke, članak 3.*, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12016E282> (pristupljeno 16.10.2023.).

*institucijama, s iznimkom osiguravajućih poduzeća.*⁴²

Cilj prudencijalne politike je ograničiti rizik od rasprostranjenih poremećaja u pružanju financijskih usluga i minimizirati njihov utjecaj na cjelokupno gospodarstvo.⁴³ Usmjerena je na financijski sustav u cjelini, dok je monetarna politika usmjerena na cjelokupno makroekonomsko okruženje. Instrumenti makroprudencijalne politike prvenstveno su usmjereni na bankarski sektor.

Europska središnja banka makroprudencijalnom politikom nastoji spriječiti prekomjerno nakupljanje rizika, učiniti financijski sektor otpornijim i ograničiti učinak zaraze, te potaknuti perspektivu cijelog sustava u financijskoj regulaciji.

Mjere makroprudencijalne politike Europske središnje banke obuhvaćaju instrumente usmjerene na zaštitni sloj kapitala kreditnih institucija, na održavanje optimalne razine likvidnosti i instrumente temeljene na zajmoprimcu (omjer kredita prema dohotku i sl.).⁴⁴

3.3. Europska središnja banka – institucija koja provodi jedinstvenu monetarnu politiku

Kako je navedeno u prethodnom potpoglavlju, temelj za osnivanje Europske središnje banke uspostavio je EMI osnovan 1994. godine Ugovorom iz Maastrichta.⁴⁵ Namjena EMI-a bila je rješavanje pitanja i izazova u državama koje uvode euro kao službenu valutu.

Osnivanje EMI-a označilo je početak II. faze stvaranja Ekonomske i monetarne unije (eng. Economic and Monetary Union, ili „EMU“). U sljedećoj fazi stvaranja EMI-a jedan od ciljeva bio je uspostaviti provođenje jedinstvene monetarne politike od strane Europskog sustava središnjih banaka.

⁴² Europska unija, *Ugovor o funkcioniranju Europske unije, članak 282.*, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12016E282> (pristupljeno 16.10.2023.).

⁴³ Lim C., et. al., *Macprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?*, International monetary fund, 2011., str. 7.

⁴⁴ The Federal Reserve Board, *Macprudential policy at the ECB: Institutional framework, strategy, analytical tools and policies*, Europska središnja banka, 2019., str. 22.

⁴⁵ Europska središnja banka, *Europski monetarni institut*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/archives/emi/html/index.hr.html, (pristupljeno 17.10.2023.).

Rad EMI-a trajao je četiri i pol godine, a glavna zadaća mu je bila osnivanje Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke te uspostava nove valute. Uz navedeno nastojao je također:

- bolje uskladiti monetarnu politiku u EU-u,
- postići financijsku stabilnost,
- unaprijediti (prekogranične) platne sustave u EU-u,
- razviti regulatorni, organizacijski i logistički okvir,
- razviti zajedničku strategiju monetarne politike za euro,
- izvršiti pripreme za jedinstveno novčano tržište.⁴⁶

Ugovorom o Ekonomskoj zajednici uspostavljena je ESB kao specijalizirana, neovisna organizacija za vođenje monetarne politike i obavljanje povezanih funkcija. U tu svrhu, ESB je dobio vlastitu pravnu osobnost, tijela i ovlasti.⁴⁷

Primarni cilj Eurosustava je održavanje stabilnosti cijena. Stoga, ESB osigurava da je i monetarna politika primarno usmjerena na podupiranje stabilnosti cijena.⁴⁸ Monetarna politika usmjerena na inflatornu stabilnost stvara stabilno okruženje za što učinkovitije provođenje drugih politika i rezultira održivim i neinflatornim rastom te visokom razinom zaposlenosti.

Važno je razumjeti da ESB nema izravnu odgovornost za bilo kakve dodatne ciljeve osim stabilnosti cijena, budući da je stvarni je dohodak određen i drugim čimbenicima, poput tehnologije, rasta stanovništva, učinkovitog poslovnog okruženja i dr. No, u svom radu ESB mora u obzir uzeti i ostale ekonomske ciljeve europodručja.

Kako bi služila svrsi Europska središnja banka obavlja nekoliko specifičnih funkcija:

- a. središte je odlučivanja ESSB-a i Eurosustava,
- b. osigurava dosljednu provedbu politika ESB-a,
- c. obnaša regulatorne ovlasti i pravo izricanja sankcija,
- d. inicira zakonodavstvo Zajednice i savjetuje institucije Zajednice i EU, države članice o nacrtima zakona; te prati poštivanje odredaba.⁴⁹

⁴⁶ Loc. cit.

⁴⁷ K. Scheller, *The European Central Bank - History, role and functions*, Europska središnja banka, 2004. str. 43.

⁴⁸ Ibidem, str. 47.

⁴⁹ Ibidem, str. 51.

Uz navedeno, ESB također izvršava važne zadaće na području nadzora banaka, izdavanje novčanica, prikupljanja i obrade statističkih podataka, makrobonitetne politike i financijske stabilnosti te međunarodne i europske suradnje.

Europskom središnjom bankom upravljaju upravno vijeće (eng. Governing Council), izvršni odbor (eng. Executive Board) i opće vijeće (eng. General Council).⁵⁰

Upravno vijeće je glavno tijelo za donošenje odluka, a sastoji se od Izvršnog odbora i guvernera nacionalnih središnjih banaka država europodručja.⁵¹ Izvršni odbor upravlja svakodnevnim radom ESB-a, a sastoji se od predsjednika i potpredsjednika ESB-a te još četiri člana koje su na osmogodišnji mandat imenovali čelnici država europodručja. Opće vijeće ima savjetodavnu i koordinacijsku ulogu, a sastoji se od predsjednika i potpredsjednika ESB-a te guvernera središnjih banaka svih država članica EU-a.

Nadzornom odboru ESB-a dodijeljeni su posebni zadaci po pitanju bonitetnog nadzora nad kreditnim institucijama s ciljem da se osigura pouzdanost bankovnog sustava i pridonese financijskoj stabilnosti. Nadzorni odbor sačinjavaju predsjednik, potpredsjednik, četiri predstavnika ESB-a i predstavnici nacionalnih nadzornih tijela iz država europodručja te drugih članica koje sudjeluju u Jedinstvenom supervizijskom mehanizmu (eng. Single Supervisory Mechanism, ili „SSM“).⁵²

ESB za postizanje svojih ciljeva i izvršenje zadaća kontinuirano donosi tri vrste zakonodavnih akata: smjernice, upute i interne odluke ESB-a⁵³.

Smjernice i upute ESB-a pravno su obvezujućih instrumenti. Služe da nacionalne središnje banke dosljedno provode decentralizirane operacije u skladu s odlukama ESB-a. Smjernice i upute ESB-a prevladavaju nad nacionalnim zakonodavstvom po pitanju primjenjivosti (načelo nadmoći).

ESB također donosi interne odluke o organizacijskim, administrativnim ili financijskim pitanjima Eurosustava.

⁵⁰ Europska unija, *Europska središnja banka*, dostupno na: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-central-bank-ecb_hr, (pristupljeno 16.10.2023.).

⁵¹ Loc. cit.

⁵² Hrvatska narodna banka, *Europski sustav središnjih banaka*, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/europski-sustav-sredisnjih-banaka> (pristupljeno 18.10.2023.).

⁵³ Scheller K., op. cit., str. 63.

4. MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE „NA PAPIRU“

Monetarna politika obuhvaća instrumente i mjere kojima središnja banka utječe na cijene i dostupnost novca u gospodarstvu. Za europodručje Europska središnja banka donosi strategije i odluke u okviru monetarne politike kako bi održala stabilnost cijena.

4.1. Strategije monetarne politike Europske središnje banke

Prva strategija monetarne politike Europske središnje banke izrađena je 1999. godine i revidirana je 2003. godine. Već 1998. godine Upravno vijeće objavilo je usvajanje strategije monetarne politike usmjerene na stabilnost kako bi se postigli ciljevi postavljeni Ugovorom o osnivanju.⁵⁴

Prva strategija monetarne politike sastoji se od tri glavna elementa⁵⁵:

1. kvantitativne definicije stabilnosti cijena,
2. istaknute ulogu novca s referentnom vrijednošću za rast monetarnog agregata,
3. široko zasnovane procjene izgleda za budući razvoj cijena i rizike za stabilnost cijena u europodručju kao cjelini.

Stabilnost cijena definirala se kao međugodišnje povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (eng. Harmonised Index of Consumer Prices, ili „HICP“) za europodručje ispod 2%.⁵⁶ Međutim, ovako definirana stabilnost cijena često je bila kritizirana kao nedovoljno strateški orijentirana. Naime, više strateški bilo bi najaviti da će ESB nastojati stabilizirati inflaciju na razinu ispod 2%. Održavanje navedene stabilnosti cijena bilo je predviđeno u srednjem roku, što znači da je tadašnja monetarna politika imala srednjoročnu orijentaciju usmjerenu prema budućnosti.

⁵⁴ Europska središnja banka, *Past and future of the ECB monetary policy*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180504.en.html>, (pristupljeno 22.10.2023.).

⁵⁵ M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni et. al.: *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, Europska središnja banka, 2019., str. 58.

⁵⁶ Ibidem, str. 59.

Nadalje, ističe se uloga novca objavom kvantitativne referentne vrijednosti rasta monetarnog agregata M3. Novčani agregati predstavljaju elemente koji čine novčanu masu:

- „*Monetarni agregat M3* najširi je monetarni agregat koji obuhvaća monetarni agregat M2 te kredite na osnovi repo poslova, izdane udjele novčanih fondova i izdane vrijednosne papire s izvornim dospijećem do i uključujući dvije godine
- *Monetarni agregat M2* obuhvaća monetarni agregat M1, oročene depozite u domaćoj i stranoj valuti s izvornim dospijećem do i uključujući dvije godine te depozite u otkaznom roku do i uključujući tri mjeseca.
- *Novčana masa M1* obuhvaća gotov novac izvan kreditnih institucija i depozitni novac kod kreditnih institucija uvećan za depozitni novac središnje države kod kreditnih institucija.“⁵⁷

Odstupanja tekućeg monetarnog rasta od referentne vrijednosti bi u redovnim okolnostima signaliziralo rizike za stabilnost cijena.

Prva strategija monetarne politike bila je zasnovana na tzv. „dva stupa“ koji se odnose na monetarnu i ekonomsku analizu perspektive rizika za stabilnost cijena. Ovakav dvojak pristup omogućavao je široko-obuhvatnu analizu i osiguravanje donošenje odluka na temelju različitih analitičkih spoznaja.

Ekonomska analiza usredotočivala se na procjenu trenutnih gospodarskih i financijskih kretanja, njihovu vjerojatnu dinamiku u budućnosti i potencijalne kratkoročne do srednjoročne rizike za stabilnost cijena.⁵⁸ Daljnji važan aspekt ekonomske analize je temeljita procjena ekonomskih šokova i njihove dinamike. Osim toga, redovito se analiziraju očekivanja privatnog sektora o budućoj inflaciji.

Monetarna analiza usredotočivala se na novac kao ključnog pokazatelja inflacije. Na temelju monetarne analize ESB je objavljivala referentnu vrijednost za rast monetarnog agregata kako je prethodno u radu objašnjeno. Uloga referentne vrijednosti monetarnog agregata ima važnu ulogu kao srednjoročna do dugoročna

⁵⁷ Hrvatska narodna banka, *Monetarni i kreditni agregati*, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/tablica-a1-monetarni-i-kreditni-agregati>, (pristupljeno 22.10.2023.).

⁵⁸ Europska središnja banka, *The ECB's monetary policy strategy after the evaluation and clarification of May 2003*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp031120.en.html>, (pristupljeno: 22.10.2023.).

kvantitativna referentna vrijednost za procjenu monetarnih kretanja. Stopa rasta novca mora biti u skladu s ciljem stabilnosti cijena.

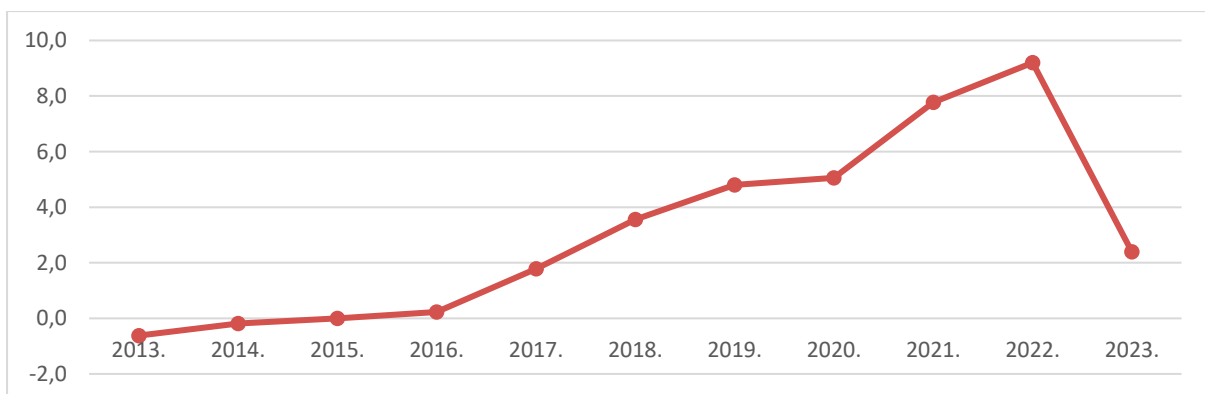
Obrazloženje za ciljanje inflacije oko 2% su sljedeći⁵⁹:

- a) ciljana inflacija ispod, ali blizu 2% ostavlja dovoljnu sigurnosnu maržu u odnosu na nominalne kamatne stope;
- b) Ukoliko se dogodi statistička pogreška u mjerenju indeksa cijena, pri nultoj inflaciji dogodila bi se ustvari deflacija;
- c) Zbog razlika u nacionalnim gospodarstvima zemalja europodručja, potreban je interval inflacije.

Današnji temeljni cilj monetarne politike Europske središnje banke je održati stabilnost cijena.⁶⁰ Dakle, i nakon revizije temeljni cilj monetarne politike ESB-a ostao je isti. Ističe se kako je to najbolji doprinos koji monetarna politika može dati gospodarskom rastu i stvaranju novih radnih mjesta.

Stabilnost cijena postiže se osiguravajući da inflacija ostane niska, stabilna i predvidljiva. U srednjoročnom razdoblju Europska središnja banka cilja na stopu inflacije do 2%.⁶¹ U nastavku slijedi grafički prikaz inflacije u europodručju za desetogodišnje razdoblje mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena.

Grafikon 8. Harmonizirani indeks potrošačkih cijena za europodručje (u %)



Izvor: izrada autorice prema: Eurostat, *HICP - annual data (average index and rate of change)*, dostupno na: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_aind/default/table?lang=en, (pristupljeno 15.10.2023.).

⁵⁹ loc. cit.

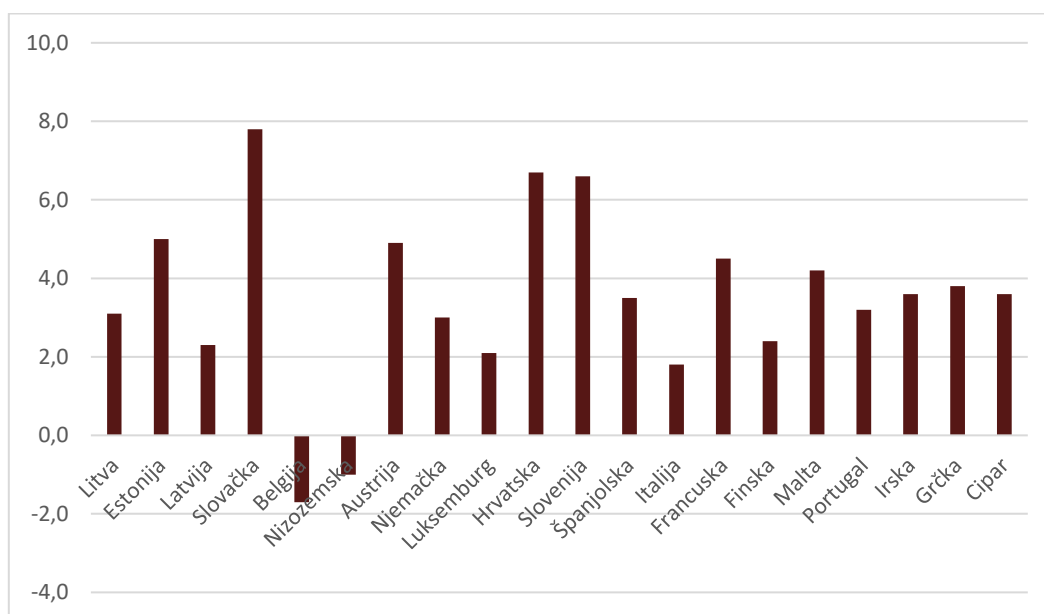
⁶⁰ Europska središnja banka, *Monetary policy*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.en.html>, (pristupljeno 15.10.2023.).

⁶¹ loc. cit., (pristupljeno 15.10.2023.).

Cijene su u europodručju bile relativno stabilne u razdoblju od 2013. do 2016. godine. Već 2017. godine europodručje bilježi inflaciju od 2%, koja nastavlja kontinuirano rasti na čak 5% 2020. godine. Padom gospodarske aktivnosti inflacija u europodručju raste na 8% 2021. godine. Rekordna visina inflacije u europodručju zabilježena je 2022. godine u visini od 9,2%, a uzrok čega su i događaji navedeni u potpoglavlju 5.3. Međutim, već 2023. godine inflacija se stabilizira na 2,4%.

Najvišu stopu inflacije 2023. godine bilježe Slovačka (7,8%), Hrvatska (6,7%) i Slovenija (6,6%), a najnižu Italija (1,8%). Deflaciju bilježe Belgija (1,7%) i Nizozemska (1%). Detaljniji podaci prikazani su grafikonom u nastavku.

Grafikon 9. Harmonizirani indeks potrošačkih cijena odabranih država članica Europske unije u listopadu 2023. godine (u %)



Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *HICP - Annual percentage changes, breakdown by purpose of consumption: October 2023*, dostupno na:

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?id=JDF_ICP_COICOP_ANR&period=2023-10, (pristupljeno 15.10.2023.).

Europska središnja banka cilj stabilnosti cijena postiže koristeći prvenstveno kamatne stope, ali i operacijama na otvorenom tržištu, obveznim minimalnim pričuvama za kreditne institucije, pružanjem ili apsorpiranjem prekoćne likvidnosti u financijskom sustavu te pružanjem informacija o budućim mjerama monetarne politike.⁶²

⁶² Europska središnja banka, *The Eurosystem's instruments*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>, (pristupljeno 15.10.2023.)

Uobičajeno, provedba monetarne politike od strane Eurosustava usmjerava kratkoročne tržišne kamatne stope korištenjem kamatnih stopa na plasmane ESB-a.⁶³ Ukoliko kreditnoj instituciji nedostaje likvidnosti, tada će ona posuditi novčana sredstva od nacionalne središnje banke. Nadalje, na temelju kamata na obveze prema središnjoj banci, banka određuje kamate na plasmane klijentima, što utječe na količinu novca u optjecaju. Količina novca u optjecaju dalje utječe na kupovnu moć, odnosno na inflaciju.

Djelovanje monetarne politike je protuciklično.⁶⁴ Ako je inflacija preniska u odnosu na cilj, mjere monetarne politike primarno olakšavaju uvjete financiranja gospodarstva (kamatne stope padaju) kako bi se potaknulo gospodarstvo. Posrednim učinkom potiče se i rast cijena. Suprotno tome, ako inflacija nekontrolirano raste, pooštravaju se uvjeti financiranja (kamatne stope rastu) kako bi se obuzdao porast gospodarske aktivnosti i obuzdali povezani inflatorni pritisci.

Operacije na otvorenom tržištu provodi i o njihovim obilježjima odlučuje ESB. One omogućuju upravljanje kamatnim stopama te utječu na likvidnost na financijskom tržištu. Postoje četiri vrste operacija na otvorenom tržištu koje se razlikuju s obzirom na cilj, učestalost i implementaciju⁶⁵:

1. *Glavne operacije refinanciranja* redovite su transakcije koje osiguravaju likvidnost, obično s učestalošću i trajanjem od tjedan dana. Decentralizirano ih provode nacionalne središnje banke;
2. *Operacije dugoročnijeg refinanciranja* također osiguravaju likvidnost, ali s dužim rokom dospijeca (tri mjeseca ili duže), a provode se mjesečno;
3. *Operacije fine prilagodbe* usmjerene su na ublažavanje učinaka na kamatne stope uzrokovanih neočekivanim fluktuacijama likvidnosti. Ne provode se redovito, već ad hoc;
4. *Strukturne operacije* služe za prilagodbu strukturnog položaja Eurosustava u odnosu na financijski sektor. Provodi ih Eurosustav putem reotkupa, izravnih transakcija ili izdavanja certifikata o dugu.

⁶³ National bank of Belgium, *Monetary policy implementation*, dostupno na: <https://www.nbb.be/en/monetary-policy/general-framework/monetary-policy-implementation>, (pristupljeno 15.10.2023.).

⁶⁴ Loc. cit.

⁶⁵ Loc. cit.

Obvezne minimalne pričuve odnose se na kreditne institucije u europodručju. Podrazumijevaju deponiranje određenog iznosa sredstava na računu kod nacionalne središnje banke. Njima se stabiliziraju kamatne stope na tržištu novca, ali i strukturno utječe na likvidnost. Iznos koji kreditne institucije trebaju držati određen je elementima njihove bilance.⁶⁶

Nacionalne središnje banke također pružaju stalno raspoloživu mogućnost posuđivanja čime pružaju ili apsorbiraju prekonoćnu likvidnost u financijskom sustavu.

4.2. Transmisijski mehanizam Europske središnje banke

Proces kroz koji odluke monetarne politike utječu na gospodarstvo, a posebno na razinu cijena, poznat je kao transmisijski mehanizam monetarne politike.⁶⁷

Kako bi se postigli ciljevi monetarne politike potrebno je odluke i strategije monetarne politike prenijeti u realni sektor. Prijenos monetarnih strategija uključuje više različitih mehanizama kroz različite faze. Navedeno, uz različita makroekonomska stanja u gospodarstvu, rezultira sporijim utjecajem na razinu cijena u gospodarstvu. Odnosno, samom procesu transmisije odluka monetarne politike potreban je duži vremenski rok.

Identificiranje transmisijskog mehanizma monetarne politike složen je zadatak zbog činjenice da su u praksi ekonomska kretanja kontinuirano pod utjecajem vanjskih šokova. Monetarna politika stoga mora u obzir uzeti stanje i cjelokupna gospodarska kretanja pri uspostavi mehanizma prijenosa monetarnih odluka kako bi se izbjeglo da egzogeni šokovi u financijskoj ili makroekonomskoj strukturi ometaju prienos monetarnih strategija.⁶⁸ Važno je, također, predvidjeti relevantna buduća makroekonomska kretanja kako bi se spriječilo da oni utječu na određene instrumente monetarne politike.

Traženi smjer monetarne politike stoga uvijek ovisi o prirodi, veličini i trajanju šokova koji pogađaju gospodarstvo.⁶⁹ Stalni je izazov za središnju banku identificirati čimbenike koji pokreću trendove cijena kako bi primijenila odgovarajuću reakciju monetarne politike. U isto vrijeme u jednom gospodarstvu moguće je postojanje

⁶⁶ Loc. cit.

⁶⁷ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 58.

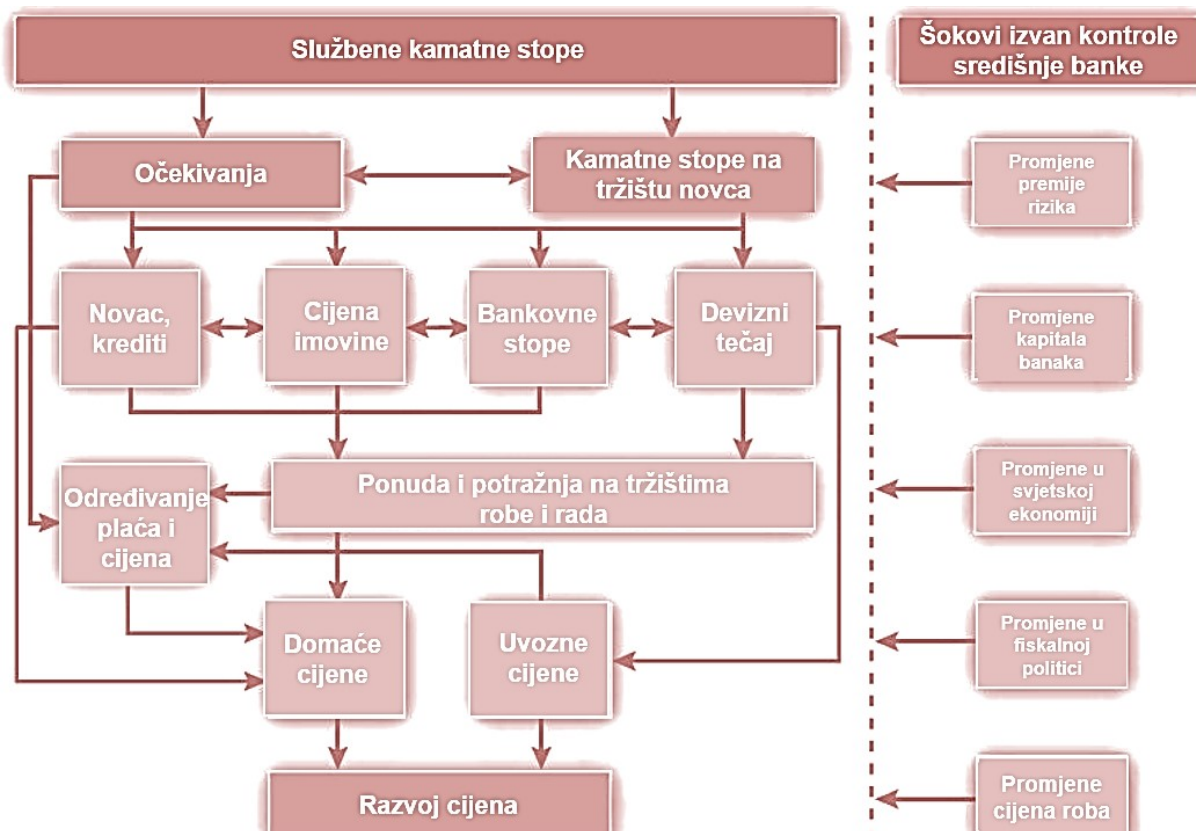
⁶⁸ Loc. cit.

⁶⁹ Loc. cit.

nekoliko kanala prijenosa monetarnih strategija koji različito utječu na kretanje cijena.

Možemo zaključiti da učinkovita monetarna politika neće služiti gospodarstvu bez učinkovitog transmisijskog mehanizma. Transmisijski je mehanizam, dakle, od egzistencijalne važnosti za monetarnu politiku. U nastavku je prikazan i detaljno objašnjen transmisijski mehanizam ESB-a.

Shema 2. Transmisijski mehanizam monetarne politike ESB-a



Izvor: Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 58.

Polazna točka transmisijskog mehanizma monetarne politike su promjene službenih kamatnih stopa središnje banke.⁷⁰ Stvarajući likvidnost i ponudu novca za poslovne banke, središnja banka kontrolira kamatne stope na svoje usluge. Središnja banka zapravo utječe na troškove financiranja za poslovne banke koje te troškove dalje prenose na klijente kroz promjene kamatnih stopa na bankarske proizvode i usluge. Time središnja banka utječe na kamatne stope na tržištu novca, koje će dalje utjecati na ostale kamatne stope.

⁷⁰ Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011., str. 59.

Promjene kamatnih stopa na tržištu novca izazivaju različita očekivanja kod sudionika na tržištu novca po pitanju daljnjih, budućih promjena službenih kamatnih stopa. Time promjene kratkoročnih kamatnih stopa indirektno utječu na dugoročnije tržišne kamatne stope. Važno je naglasiti kako ovaj utjecaj na promjene dugoročnih kamatnih stopa zahtijeva duži vremenski period i ovisi o dugoročnim tržišnim očekivanjima i kretanju inflacije, odnosno o dugoročnim ekonomskim trendovima.

Promjene deviznog tečaja mogu izravno utjecati na domaću cijenu uvezene robe.⁷¹ Ako tečaj aprecira, cijena uvezene robe pada što doprinosi smanjenju inflacije ako se ti proizvodi koriste u domaćoj potrošnji. Ukoliko se uvozna roba koristi kao input u proizvodnji, padom njene cijene očekuje se i pad cijene outputa. Također, inozemna potražnja će pasti za robom čija cijena na domaćem tržištu aprecira zbog konkurentskih proizvoda. Uz jednake ostale uvjete, aprecijacija tečaja bi težila smanjenju inflatornih pritisaka. Međutim, promjene deviznih tečajeva kao instrument monetarne politike ovisi o tome koliko je gospodarstvo otvoreno međunarodnoj trgovini.

Budući da utječe na uvjete financiranja u gospodarstvu, monetarna politika može utjecati i na druge financijske varijable, poput cijene financijske imovine.

Promjene u kamatnim stopama i cijenama financijske imovine rezultiraju promjenama u odlukama o štednji, potrošnji i ulaganju kućanstva i poslovnog sektora.⁷² Primjerice, u jednakim uvjetima, više kamatne stope smanjiti će potražnju kućanstva i poslovnog sektora za kreditima. Također, više kamatne stope čine kreditiranje rizičnije, pa stoga mogu i smanjiti ponudu kredita. Dakle, promjenama službenih kamatnih stopa središnja banka utječe na cijenu pozajmljivanja novca, čineći ga manje ili više dostupnim.

Nadalje, kućanstva i poslovni sektor više će štedjeti, a manje trošiti prilikom rasta kamatnih stopa jer ostvaruju već prinos na štednju. S druge strane, prilikom rasta cijene financijske imovine, moguća je veća potrošnja iz razloga što kućanstva ili tvrtke raspolažu većim dohotkom i obrnuto.

Štoviše, zbog promjena u raspoloživom dohotku mijenja se razina domaće potražnje

⁷¹ Ibidem, str. 61.

⁷² Europska središnja banka, Transmission mechanism of monetary policy, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>, (pristupljeno 16.10.2023.).

za dobrima i uslugama u odnosu na domaću ponudu. Kada je potražnja veća u odnosu na ponudu, uz ostale uvjete nepromijenjene, javljaju se pritisci na povećanje cijena. Navedene promjene u agregatnoj potražnji mogu utjecati na određivanje plaća i cijena na dotičnom tržištu.⁷³

Čimbenici na koje središnja banka ne može utjecati, a predstavljaju izazov za transmisijski mehanizam i neizvjesnost u planiranju monetarne strategije uključuju: promjene u premijama rizika, promjene u kapitalu banaka, neočekivani šokovi u svjetskoj ekonomiji, promjene u nacionalnoj fiskalnoj politici i dr.

Za učinkoviti prijenos monetarnih odluka Europske središnje banke, odnosno za transmisijski mehanizam, od značajne je važnosti razvijeno i integrirano novčano tržište budući da je ono polazno mjesto monetarne politike. Upravo zbog navedenog novčano tržište europodručja bilježi najviši stupanj financijske integracije.

⁷³ loc. cit.

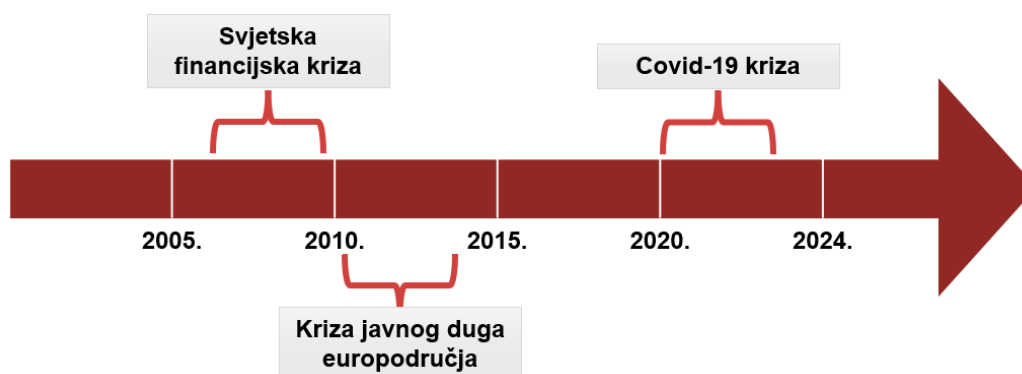
5. MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE U NEDAVNOJ PRAKSI

Financijska kriza obuhvaća pogoršanje financijskih parametara te se njene posljedice prelijevaju na cjelokupno gospodarstvo. Svaka je kriza jedinstvena te zahtjeva prilagodbu monetarne politike za uspješno prevladavanje i oporavak gospodarstva.

5.1. Utjecaj financijskih kriza na jedinstvenu monetarnu politiku

U nastavku rada prikazati će se tri glavne krize tokom proteklih petnaest godina i odgovor jedinstvene monetarne politike europodručja. Krize koje će se analizirati prikazane su shemom u nastavku.

Shema 3. Vremenski prikaz ekonomskih kriza s utjecajem na europodručje



Izvor: izrada autorice prema: K. Hobelsberger, C. Kok, F. P. Mongelli, *A tale of three crises: synergies between ECB tasks*, ESB, Frankfurt am Main, 2023., str. 1.

Prva kriza je svjetska financijska kriza koja je započela 2008. godine, zatim kriza javnog duga europodručja 2010. godine, te posljednja, kriza uzrokovana pandemijom virusa Covid-19 započeta 2020. godine. U sljedećem potpoglavlju dati će se pregled inflatornog pritiska na europodručje uzrokovanog ratnim događanjima u Ukrajini te odgovor monetarne politike Europske središnje banke.

Osim monetarne politike i njezinih implikacija što predstavlja glavnu temu ovog rada, prikazati će se i odluke ostalih ekonomskih politika, poput fiskalne i makrobonitetne politike, budući da je za oporavak gospodarstva od financijskih kriza, ali i recesije općenito, nužna sinergija i djelovanja svih ekonomskih politika.

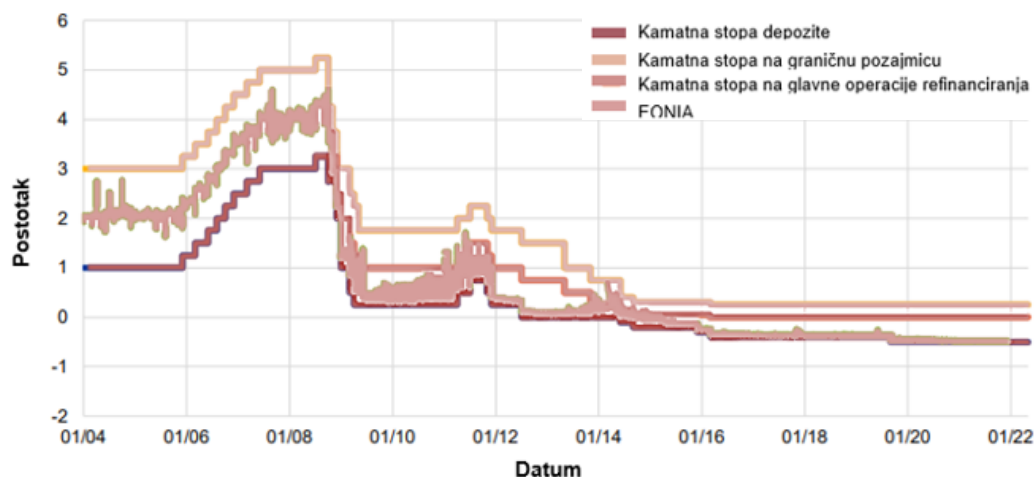
5.1.1. Svjetska financijska kriza

Epicentar svjetske financijske krize bio je u Sjedinjenim državama bankrotom Lehman Brothers-a 2008. godine. Zbog globalizacije i međupovezanosti financijskih tržišta recesija se vrlo brzo iz Sjedinjenih država širi svijetom.

Mnogobrojni ugovori o kreditnim izvedenicama i složene strukture sekuritizacije u koje je bila uključena korporacija Lehman Brothers, a koji su bili široko rasprostranjeni u svijetu, izazvali su nepovjerenje u financijskom sustavu. Preispituje se solventnost banaka, ne samo onih u Sjedinjenim državama, već i drugdje. Njihovi poslovni modeli koji su se oslanjali na kratkoročno financiranje, nisku kapitalizaciju u kombinaciji s visokom zaduženošću i sekuritizacijom, postali su neodrživi u tržišnim nevoljama koje su uslijedile. Navedeni su problemi do kraja rujna 2008. potaknuli slom većine segmenata tržišta novca u europodručju i uzrokovali gomilanje likvidnosti, te dolazi do zamrzavanja tržišta kratkoročnog neosiguranog financiranja.⁷⁴

Europska središnja banka započela je koordinirati smanjenje kamatnih stopa. Do kraja 2008. godine ESB je smanjila svoje tri referentne kamatne stope za 125 kumulativnih bodova – kamatnu stopu na depozit, kamatnu stopu na graničnu pozajmicu i kamatnu stopu na glavne operacije refinanciranja.⁷⁵ Grafikonom u nastavku prikazano je kretanje referentnih kamatnih stopa ESB-a.

Grafikon 10. Kamatne stope ESB-a i tržišta novca (mjesečno, godišnje stope)



Izvor: K. Hobelsberger, C. Kok, F. P. Mongelli, *A tale of three crises: synergies between ECB tasks*, ESB, Frankfurt am Main, 2023., str. 10.

⁷⁴ K. Hobelsberger, C. Kok, F. P. Mongelli, *A tale of three crises: synergies between ECB tasks*, ESB, Frankfurt am Main, 2023., str. 12.

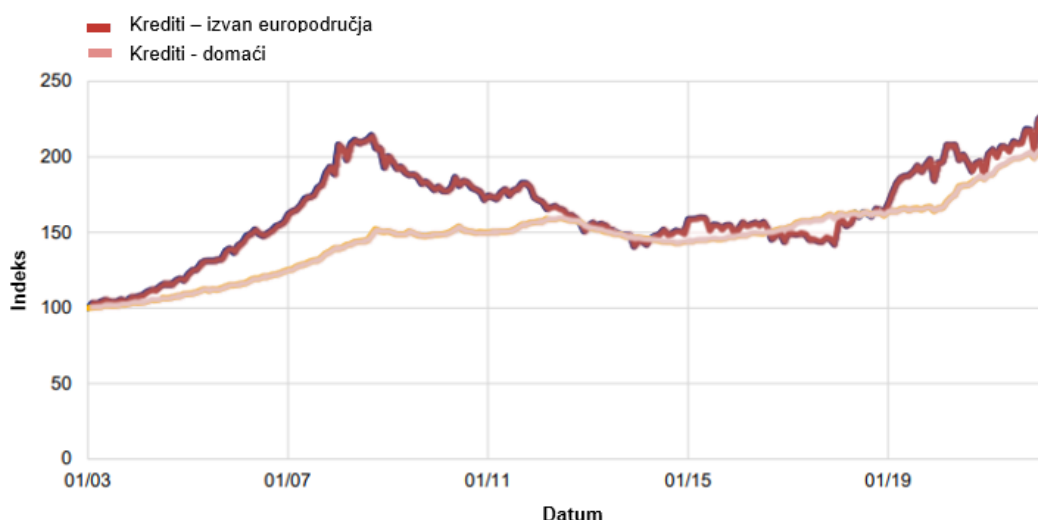
⁷⁵ Ibidem, str. 10.

Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja osigurava najveći dio likvidnosti bankovnog sustava, kamatna stopa na depozite omogućava bankama korištenje prekonočnih depozita u Eurosustavu, a stopa na graničnu pozajmicu nudi prekonočni kredit bankama iz Eurosustava.

Iste godine ESB je provela operacije fine prilagodbe (eng. Fine-Tuning Operations, ili „FTO”) s ciljem usmjeravanja kamatnih stopa zbog nepredviđenih fluktuacija likvidnosti u iznosu od 95 milijardi eura.⁷⁶ Među prvim odgovorima na svjetsku financijsku krizu FTO-i su predstavljali učinkovit alat. Međutim, FTO-i nisu osmišljeni za borbu protiv kriza, pa je ubrzo ESB prešla na operacije dugoročnijeg financiranja (eng. Long Term Refinancing Operations, ili „LTRO”).

Grafikon 11. u nastavku prikazuje relativnu snagu prekograničnog naspram domaćeg financiranja nefinancijskih institucija. Prekogranično kreditiranje relativno je snažno poraslo u razdobljima ekspanzije financijskih tržišta, a opada u uvjetima recesije. U razdobljima financijske nestabilnosti monetarne financijske institucije prvenstveno štite domaće kreditne odnose, a smanjuju prekogranične poslove. Navedeno se očituje tijekom svjetske financijske krize, pri slomu financijskih tržišta prekogranično kreditiranje počinje opadati, nasuprot čega domaće kreditiranje počinje rasti.

Grafikon 11. Krediti monetarnih financijskih institucija nefinancijskim institucijama u europodručju



Izvor: K. Hobelsberger, C. Kok, F. P. Mongelli, *A tale of three crises: synergies between ECB tasks*, ESB, Frankfurt am Main, 2023., str. 34.

⁷⁶ C. N. Runkel: *Journal of Financial Crises*, Yale School of management, 2022., str. 788.

Nadalje, kako bi osigurala likvidnost za sudionike na tržištu novca i suzbila kreditnu krizu, ESB je u listopadu 2008. godine ponudila neograničenu likvidnost po fiksnoj stopi uz kolateral (eng. Fixed Rate Full Allotment, ili „FRFA“) za sve operacije refinanciranja.⁷⁷ Time je ESB prešla s natječaja s promjenjivom stopom, koji su prevladavali od uvođenja eura, na natječaje s fiksnom kamatnom stopom. Također, kreditni prag za prihvatljivost je snižen, te su ponuđena dulja dospijeća za operacije refinanciranja – tromjesečno i šestomjesečno refinanciranje (LTRO).

U prosincu 2011. godine ESB proširuje mogućnost kolaterala tako što uvodi tzv. dodatna kreditna potraživanja (eng. Additional Credit Claims, ili „ACCs“).⁷⁸ Dodatna kreditna potraživanja predstavljaju imovinu koja je privremeno prihvatljiva kao kolateral jer ne ispunjavaju sve kriterije prihvatljivosti prema općem okviru kolaterala. Na ACC-ove možemo gledati kao na kolateralnu izvedenicu koje je ESB odlučila prihvatiti u tadašnjim nepovoljnim financijskim uvjetima, a u svrhu osiguranja likvidnosti u bankarskom sektoru.

Nastupom svjetske financijske krize uvidjela se neusklađenost između nadzora i regulacije financijskog sektora koja je dodatno usporavala reakciju monetarne politike na šokove u financijskom sektoru. Takav jaz dodatno je produbio probleme slabijih banaka, zaduženih država i slabije razvijenih gospodarstva. Naposljetku, u nekim državama europodručja, unatoč mjerama potpora, dolazi do zaostajanja gospodarstva, te se napetosti iz financijskog sektora sele u realno gospodarstvo.

Nakon što je europodručje upalo u recesiju, osim monetarne, kreirane su i brojne druge političke mjere, poput fiskalnog popuštanja putem automatskih stabilizatora. U listopadu 2008. Europska komisija (eng. European Commission) ublažila je pravila Europske unije o državnoj potpori, što je omogućilo mnogim vladama da umire svoja tržišta i prošire jamstvene sheme za bankovne depozite i obveznice ili da izravno dokapitaliziraju banke. Nekoliko je banaka nacionalizirano, a neke su zemlje uspostavile sheme za slabe banke.

Sa fiskalnog aspekta, 2008. godine Europska komisija izradila je Plan europskog gospodarskog oporavka (eng. European Economic Recovery Plan) vrijednog 200

⁷⁷ Ibidem, str. 12.

⁷⁸ Ibidem, str. 12.

milijardi eura kako bi potaknula potražnju i povjerenje diljem Europske unije.⁷⁹ Nadalje, također 2008. godine revidiran je Pakt o stabilnosti i rastu (eng. The Stability and Growth Pact) te su njegova pravila ublažena. Pakt o stabilnosti i rastu predstavlja okvir pravila za koordinaciju nacionalnih fiskalnih politika s ciljem očuvanja održivih javnih financija i financijske stabilnosti Europske unije. Fiskalne restrikcije rezultat su straha da preveliki deficit i javni dug zemalja članica može utjecati na rast kamatnih stopa te utjecati na cjenovnu stabilnost. Revidirani Pakt o stabilnosti i rastu dozvoljava zemljama s nižim javnim dugom i višim potencijalnim rastom proračunski manjak u visini 1% BDP-a u srednjem roku, a visokozadužene zemlje s nižim potencijalnim rastom morat će težiti uravnoteženom proračunu ili suficitu.⁸⁰ Temeljna značajka Pakta, kvantitativna ograničenja originalnog Pakta ostala su nepromijenjena: proračunski deficit može iznositi do 3%, a javni dug do 60% BDP-a.⁸¹

Iste godine je pokrenut mehanizam postupka za makroekonomsku neravnotežu. Procedura za otklanjanje makroekonomske neravnoteže predstavlja postupak utvrđivanja, sprječavanja i uklanjanja potencijalno štetnih makroekonomskih neravnoteža koje bi mogle negativno utjecati na gospodarsku stabilnost u određenoj zemlji Europske unije, u europodručju ili u Europskoj uniji u cjelini.

Kasnije tijekom godine Odbor europskih bankovnih supervizora (eng. Council of European Banking Supervisors, ili „CEBS”) proveo je prvi stres test na razini Europske unije. Test je postavio temelje i pokrenuo redovite testove otpornosti na stres diljem Europske unije kojima danas koordinira Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (eng. European Banking Authority, nasljednik CEBS-a), uz blisku uključenost ESB-a.⁸²

5.1.2. Kriza javnog duga europodručja

Kriza javnog duga europodručja trajala je od 2009. godine gotovo do kraja 2015. godine. Nekolicina zemalja Europske unije u to vrijeme nisu bile u mogućnosti otplatiti niti refinancirati svoj javni dug. Njihove su banke postale prezadužene, a nadležne

⁷⁹ Europski parlament, *Okvir EU-a za fiskalne politike*, dostupno na: https://www.europarl.europa.eu/erpl-app-public/factsheets/pdf/hr/FTU_2.6.6.pdf, (pristupljeno: 25.10.2023.).

⁸⁰ Loc. cit.

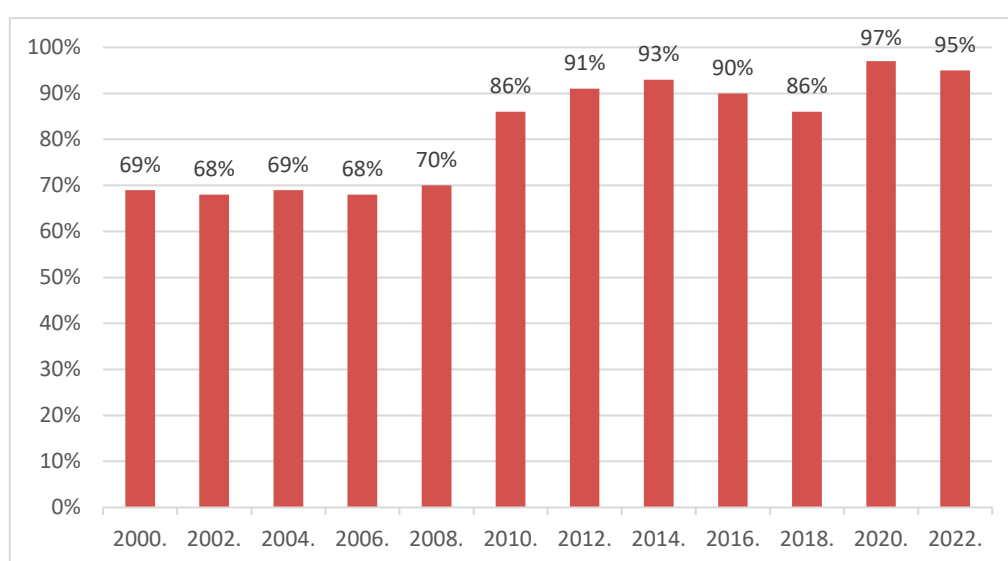
⁸¹ Loc. cit.

⁸² Hobelsberger K., Kok C., Mongelli F. P., op. cit., str. 13.

institucije nisu ih mogle samostalno spasiti. Bila im je potrebna pomoć drugih zemalja Europske unije te pomoć ESB-a i Međunarodnog monetarnog fonda (eng. International Monetary Fund, ili „MMF“).

Prva zemlja koja se suočila sa problemom prezaduženosti javnog sektora bila je Grčka. Negativne povratne sprege između ranjivih banaka, zaduženih država i slabih gospodarstava omogućuju da se financijska kriza proširi i u druge ranjive zemlje - Portugal, Irsku, Španjolsku, Cipar i Italiju. Grafikonom u nastavku prikazano je kretanje javnog duga europodručja.

Grafikon 12. Javni dug europodručja (u % BDP-a)



Izvor: Trading economics, *EuroArea Government Debt to GDP*, dostupno na: <https://tradingeconomics.com/euro-area/government-debt-to-gdp>, (pristupljeno: 25.10.2023.).

Na tržištima kapitala dolazi do pada rejtinga širokog spektra imovine što rezultira slabljenjem bilance banaka. Također, dokapitalizacija banaka izdavanjem dionica sve je manje moguća, a državne potpore sve su manje vjerojatne.

ESB 2010. godine Programom tržišta vrijednosnih papira (eng. Security market programme, ili „SMP“) kupuje na sekundarnim tržištima od kreditnih institucija u europodručju dužničke vrijednosne papire. Time je proširen portfelj instrumenata monetarne politike ESB-a.

U prosincu 2010. godine Europska komisija odlučila je stvoriti stalni mehanizam za pružanje financijske pomoći državama članicama – Europski stabilizacijski mehanizam (eng. European Stability Mechanism, ili „ESM“). Njime je omogućena

financijska pomoć državama članicama europodručja koje se susreću s financijskim poteškoćama ili kojima prijete takve poteškoće, uz stroge uvjete i samo ako je ugrožena financijska stabilnost europodručja u cjelini i financijska stabilnost njegovih država članica. Uvjeti mogu uključivati mjere politika iz fiskalnog, ekonomskog i financijskog sektora, ovisno o situaciji u dotičnoj zemlji.

Međutim, financijski problemi nisu se smanjili, već su se nastavili. Prekogranične transakcije unutar bankovnog sustava su se zaustavile, a sredstva su se odlijevala iz zemalja u krizi u bankovne sustave sigurnijih zemalja.

Financiranje banaka podržano je kupnjom pokrivenih obveznica, smanjenjem stope pričuva sa 2% na 1% te ciljanim operacijama dugoročnijeg refinanciranja. Kreditnim institucijama ESB je nudila dugoročno financiranje po atraktivnim uvjetima kako bi se olakšali kreditni uvjeti privatnom sektoru i time potaknuli bankovno kreditiranje realnog gospodarstva. Tim je operacijama olakšan otkup obveznica koje dospijevaju i stabilizirano kreditiranje gospodarstva.

Transmisija monetarne politike djelomično je uspostavljena, a podržana je i mjerama fiskalne politike. Institucionalni okvir Europske unije ojačan je raznim reformama. Kako bi se ojačalo upravljanje europodručjem, u prosincu 2011. dovršen je „Paket od šest mjera“ (eng. „Six-pack“) koji je za cilj imao postići veću fiskalnu disciplinu u Europskoj uniji, ali i poduzeti mjere za sprječavanje i ispravljanje štetnih makroekonomskih neravnoteža.

Već 2012. godine potpisan je „Fiskalni pakt“ (eng. „The Fiscal Compact“), koji je pravno obvezujući za zemlje čija je valuta euro, a obvezuje zemlje potpisnice na uvođenje fiskalnoga pravila uravnoteženoga strukturnog proračuna, čime nadopunjuje i učvršćuje paket od šest mjera. Zlatno pravilo fiskalnog pakta nalaže uravnoteženi proračunski saldo ili suficit, odnosno strukturni deficit na razini od 0,5% BDP-a (ako je javni dug niži od 60% BDP-a, granica deficita je postavljena na 1% BDP-a).

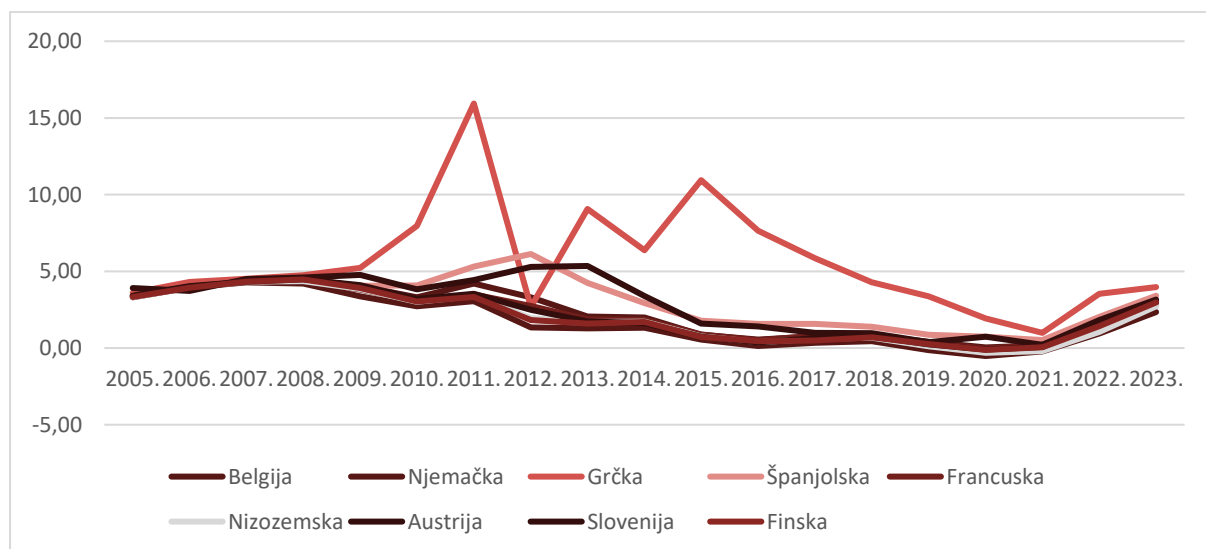
Nakon toga uslijedio je „Paket od dvije mjere“ (eng. „Two-pack“) koji propisuje da država članica europodručja koja je u poteškoćama ili joj one prijete, treba biti podvrgnuta pojačanom proračunskom i gospodarskom nadzoru i to proporcionalnom ozbiljnosti problema, a s ciljem smanjenja prekomjernog deficita i zaštite drugih država članica od efekta prelijevanja. Pojačani nadzor bi se trebao primjenjivati i na države članice koje primaju financijsku pomoć iz nekog od mehanizama financijske pomoći.

Međutim, 2012. godine gospodarski rast ponovno slabi, a fiskalni propusti u nekolicini zemalja ponovno opterećuju financijska tržišta. Porastom premije rizika rastu troškovi financiranja za zemlje europodručja koje se bore sa recesijom. Transmisija monetarne politike ESB-a suočava se sa izazovima.

U lipnju 2012. godine Španjolska je zatražila financijsku potporu za svoj bankarski sustav, a Europsko vijeće (eng. European Council) složilo se da će stvoriti europski mehanizam nadzora banaka i omogućiti ESM-u da izravno dokapitalizira banke.⁸³

U srpnju 2012. godine Upravno vijeće ESB-a objavilo je svoje izravne monetarne transakcije (eng. Outright Monetary Transactions, ili „OMT“). OMT-ovi se sastoje od kupnje državnih obveznica na sekundarnim tržištima pod strogim uvjetima s ciljem očuvanja odgovarajućeg prijenosa monetarne politike i jedinstvenosti monetarne politike.⁸⁴ Utjecaj OMT-ova bio je trenutačan i marže državnih obveznica počele su se smanjivati. Grafikonom u nastavku prikazano je kretanje kamatnih stopa na dugoročne državne obveznice u europodručju.

Grafikon 13. Kamatne stope na dugoročne državne obveznice odabranih zemalja u europodručju (svibanj)



Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Long-term interest rate statistics for EU Member States*, dostupno na:

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.bg.html, (pristupljeno: 12.11.2023.).

⁸³ Hobelsberger K., Kok C., Mongelli F. P., op. cit., str. 25.

⁸⁴ Loc. cit.

Iz grafikona 13. vidljivo je kako nakon 2012. godine slijedi mali, kontinuiran pad kamatnih stopa na dugoročne državne obveznice u svim odabranim zemljama sve do 2021. godine kada kamatne stope počinju rasti.

U rujnu 2012. Europska komisija predlaže osnivanje Jedininstvenog supervizijskog mehanizma za banke u europodručju. Njegov je cilj bio uskladiti prakse nadzora banaka i osigurati dosljednu primjenu pravila jedinstvenog tržišta u svim bankama.⁸⁵ Prijedlog je izglasan od strane Europskog parlamenta godinu dana kasnije.

Nadzorni i makrobonitetni zadaci povjereni su ESB-u zbog njene usmjerenosti na financijsku stabilnost, povezanosti mikrobonitetnog nadzora pojedinačnih institucija i procjene rizika za financijski sustav, povezanosti informacija nadzora banaka i platnog sustava te političke neovisnosti. ESB je već uspostavila infrastrukturu za transmisiju monetarne politike te se vjerovalo da može podržati brzo osnivanje SSM-a.

S druge strane, mogući sukobi interesa između mandata ESB-a monetarne i makrobonitetne politike te potencijalno pristrano donošenje odluka svedeni su na najmanju moguću razinu načelom „razdvajanja“ monetarnih zadataka ESB-a usmjerenih ka stabilnosti cijena za europodručje u cjelini i mikrobonitetnih zadataka usmjerenih ka jedinstvenom nadzoru banaka.

U listopadu 2014. godine ESB pruža ciljanje dugoročnije operacije refinanciranja (eng. Target Long-Term Refinancing Operations, ili „TLTRO“) koje spadaju u nekonvencionalne mjere monetarne politike te će biti detaljnije objašnjene u idućem potpoglavlju.

5.1.3. Kriza uzrokovana pandemijom virusa Covid-19

U ožujku 2020. godine Svjetska zdravstvena organizacija proglasila je pandemiju virusa Covid-19.⁸⁶ Iako nužne, mjere sprječavanja širenja virusa imale su negativan utjecaj na gospodarstvo zbog „zamrzavanja“ gospodarske aktivnosti mnogih tvrtki (tzv. „lockdown“). Uzrok je svim zemljama europodručja bio jednak, no posljedice na

⁸⁵ Europska središnja banka, *Jedininstveni supervizijski mehanizam*, dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.en.html>, (pristupljeno 25.10.2023.).

⁸⁶ National library of medicine, *The origins of Covid-19 pandemic*, dostupno na: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9874793/>, (pristupljeno: 26.10.2023.).

njihove ekonomije znatno su se razlikovale između zemalja. Ubrzo je postalo jasno kako pandemija ima dvije dimenzije: s jedne strane javnozdravstvenu, epidemiološku i medicinsku dimenziju, a s druge strane ekonomsku i financijsku dimenziju.⁸⁷ Obujam gospodarstva europodručja opada i gospodarstva se suočavaju s konstantnim šokovima, a ubrzo dolazi i do financijske fragmentacije. Pred Europsku središnju banku postavlja se izazov stabilizacije tržišta i cijena te zaštita i osiguranje dovoljne likvidnosti.

Zato je sredinom ožujka 2020. godine ESB najavila paket politika, uključujući monetarnu politiku, regulaciju i nadzor. Pokrenut je novi pandemijski hitni program kupnje (eng. Pandemic Emergency Purchase Programme, ili „PEPP“) vrijednosnih papira privatnog i javnog sektora vrijedan 750 milijardi eura, a program kupnje financijske imovine također je povećan, ali i proširen na nefinancijske komercijalne zapise.⁸⁸ Već u svibnju 2020. godine pokrenut je novi niz neciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja u slučaju pandemije (eng. Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, ili „PELTROs“).

Za potporu bankama, ESB nastavlja pružati likvidnosti kroz LTRO-ove, a revidira i postojeće uvjete financiranja te ublažava nadzorne mjere.

S aspekta makrobonitetne politike, ESB tada dopušta kreditnim institucijama da posluju ispod razine Preporuke u sklopu II. stupa (eng. „Pillar 2 guidance“), što znači da opada preporučena razina kapitala koju ESB očekuje da banke održavaju povrh obvezujućih kapitalnih zahtjeva kako bi apsorbirale moguće gubitke koji proizlaze iz nepovoljnih scenarija.⁸⁹ Kombinirani učinci ovih mjera bili su ekvivalentni oslobađanju oko 120 milijardi eura osnovnog temeljnog kapitala (tzv. CET1) koji bi se mogao koristiti za davanje zajmova privatnom sektoru.⁹⁰

U ožujku 2020. godine ESB usvojila je preporuku kojom je od banaka u europodručju zatražila obustavu isplate dividendi s ciljem poticanja sposobnosti kreditnih institucija da apsorbiraju gubitke i nastave financirati građanstvo i poduzeća tijekom

⁸⁷ Hobelsberger K., Kok C., Mongelli F. P., op. cit., str. 22.

⁸⁸ Ibidem, str. 25.

⁸⁹ Europska središnja banka, *Preporuka u sklopu drugog stupa*, dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/srep/html/p2g.hr.html>, (pristupljeno: 26.10.2023.).

⁹⁰ Hobelsberger K., Kok C., Mongelli F. P., op. cit., str. 25.

pandemije.⁹¹

Nadalje, ESB je potaknula banke da u potpunosti provedu prijelazne odredbe Međunarodnog standarda financijskog izvještavanja usmjerenog na financijske instrumente (MSFI 9) koji se odnose na rezervacije za očekivane gubitke po kreditima uz obrazloženje navedeno u nastavku.

„Primjena MSFI-ja 9 za vrijeme gospodarskog pada prouzročnog pandemijom bolesti COVID-19 mogla bi dovesti do iznenadnog značajnog povećanja rezervacija za očekivane kreditne gubitke jer će za brojne izloženosti tijekom njihova trajanja trebati izračunati očekivane gubitke. Da bi se ublažio potencijalni učinak koje bi takvo iznenadno povećanje rezervacija za očekivane kreditne gubitke moglo imati na kapacitet institucija za kreditiranje klijenata u vrijeme kada im je najpotrebnije, trebalo bi produljiti razdoblje za prijelazne aranžmane. Time bi se dodatno ublažio učinak pandemije bolesti COVID-19 na moguće povećanje potreba institucije za rezervacijama u skladu s MSFI-jem 9, dok bi se istovremeno zadržali prijelazni aranžmani za iznose očekivanih kreditnih gubitaka utvrđeni prije pandemije.“⁹²

Europska komisija je u ožujku 2020. godine omogućila veću fleksibilnost pravila o državnim potporama, a u travnju iste godine Vijeće Europske unije najavilo je tri nove financijske potpore ukupne vrijednosti 540 milijardi eura.⁹³ Nove financijske potpore uključivale su financiranje hitnih troškova zdravstvene skrbi povezanih s pandemijom (iz ESM-a), potporu za troškove naknada za nezaposlene koji proizlaze iz pandemije te jamstveni fond pri Europskoj investicijskoj banci (eng. European Investment Bank), koji bi djelovao kao rezerva za kreditna jamstva koja daju nacionalne razvojne i poticajne banke.

Financijske potpore predstavljaju mjere europske politike koje nadopunjuju mjere nacionalnih fiskalnih politika, a pomažu u suzbijanju financijske fragmentacije. Grafikonom u nastavku prikazuje se stupanj financijske integracije u europodručju te utjecaj financijskih kriza na njen stupanj.

⁹¹ E. Dautović, L. Gambacorta, A. Reghezza: *A new tool in the box: dividend restrictions as supervisory policy stimulus*, ECB, Research bulletin No. 107., 2023.

⁹² Uredbe Europskog parlamenta i vijeća o izmjeni uredbi (EU) br. 575/2013 i (EU) 2019/876 u pogledu prilagodbi kao odgovora na pandemiju bolesti COVID-19, dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0310&from=EN>, (pristupljeno 26.10.2023.).

⁹³ Hobelsberger K., Kok C., Mongelli F. P., op. cit., str. 25.

Grafikon 14. Pokazatelj financijske integracije temeljen na cijeni za financijska tržišta u europodručju



Izvor: K. Hobelsberger, C. Kok, F. P. Mongelli, *A tale of three crises: synergies between ECB tasks*, ESB, Frankfurt am Main, 2023., str. 31.

Iz grafikona 14. vidljivo je da je za vrijeme ekspanzije financijskih tržišta, neposredno prije svjetske financijske krize, financijska integracija poprimala visoke vrijednosti od čak 0,9 2006. godine. Pri slomu tržišta dolazi do opadanja razine financijske integracije na vrijednost od 0,2 2013. godine. Potom, stabilizacijom gospodarstva, financijska integracija ponovno raste 2015. godine, no zadržava fluktuirajući trend. Dakle, financijska integracija (temeljena na cijeni) rasla je tijekom ekspanzije gospodarstva, a padala za vrijeme recesije. Temeljem navedenog može se zaključiti da tijekom recesija, odnosno prekograničnih financijskih poteškoća, dolazi do financijske fragmentacije. Izbijanjem krize uzrokovane pandemijom virusa Covid-19 financijska tržišta u europodručju ponovno doživljavaju pad financijske integracije. Međutim, financijska tržišta u europodručju ubrzo se oporavljaju te financijska integracija poprima vrijednosti pred-kriznog razdoblja.

Nadalje, “NextGenerationEU” je instrument za oporavak i otpornost vrijedan 800 milijardi eura koji služi za potporu gospodarskog oporavka od pandemije i izgradnju zelenije, digitalnije i otpornije budućnosti.⁹⁴

Nakon revidiranja strategije monetarne politike, ESB je najavila novu strategiju monetarne politike. Cilj je održati stopu inflacije na 2% u srednjoročnom razdoblju, a i

⁹⁴ Europska komisija, *NextGenerationEU*, dostupno na: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu_en, (pristupljeno 26.10.2023.).

negativna i pozitivna odstupanja jednako su nepoželjna.

Dok se gospodarska aktivnost postupno oporavlja tijekom 2022. godine, inflatorni pritisci su rasli i predstavljali su novi politički izazov. Nagli skok cijena energije, posebno od ljeta 2021., donio je dodatni makroekonomski šok u europodručju i bio je popraćen stalnim rastom cijena hrane i energetske osjetljivih usluga.⁹⁵ Nagli rast cijena energenata smanjio je raspoloživi dohodak za potrošnju i/ili ulaganja i izazvao zabrinutost po pitanju inflacijskih kretanja u dužem roku.

Iz primjera krize uzrokovane pandemijom Covid-a 19 vidljiva je sinergija monetarne politike te regulatornih i nadzornih mjera, koje u kombinaciji sa razvojem nacionalnih fiskalnih instrumenata čini puno širi i različitiji okvir odgovora na krizu u odnosu na prethodna iskustva.

5.2. Nekonvencionalne mjere monetarne politike

Zahvaljujući političkom zamahu potaknutom krizom, ESB je uspjela proširiti svoj izvorni mandat provedbom nekonvencionalnih mjera monetarne politike koje su ESB približile redistributivnoj ulozi s fiskalnim učincima, čime se mandat ESB-a proteže izvan granica monetarne domene.⁹⁶

Za vrijeme svjetske financijske krize ESB se suočavala sa preprekama u transmisijском mehanizmu monetarne politike. Prepreke se očituju u narušenoj stabilnosti financijskih tržišta koja je onemogućavala prijenos službenih kamatnih stopa ESB-a na tržišta novca; ograničenoj likvidnosti bankarskog sektora; padu vrijednosti financijske imovine, koji je, u kombinaciji sa gospodarskim padom, smanjio kreditnu sposobnost građanstva i poduzeća. Kriza javnog duga europodručja utjecala je na pad vrijednosti široko rasprostranjenih državnih obveznica (koje su često korištene kao kolateral); te se vrlo često, u kratkim vremenskim intervalima, mijenja percepcija ulagača na tržištima kapitala.

Navedene prepreke otežavale su transmisiju monetarne politike ESB-a i spriječavale da se njeni učinci prenesu na realno gospodarstvo. Kako bi uklonila prepreke u

⁹⁵ Hobelsberger K., Kok C., Mongelli F. P., op. cit., str. 27.

⁹⁶ M. Božina Beroš i M. Beroš: *Some Thoughts on the Uneasy Fit Between the ECB's Legal Mandate and its Crisis-Driven, 'Whatever it Takes', Policy Empowerment*, Hart Publishing, 2022., str. 222.

transmisijskom mehanizmu i omogućila prijenos učinaka monetarne politike u gospodarstvo, ESB uvela je nekoliko nekonvencionalnih ili nestandardnih mjera monetarne politike. Nekonvencionalne mjere monetarne politike nisu supstitut, već su komplementarne standardnim mjerama objašnjenim u potpoglavlju 3.1.

Nekonvencionalne mjere monetarne politike u razdoblju svjetske financijske krize uglavnom su se odnosile na ublažavanje uvjeta financiranja banaka kako bi se podržalo davanje kredita privatnom sektoru, te obuzdavanje zaraze na financijskim tržištima.⁹⁷

Nekonvencionalne mjere Europske središnje banke uključuju:

- program kupnje imovine (eng. Asset purchase programmes, ili „APP“),
- negativne kamatne stope,
- smjernice buduće monetarne politike i
- ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja.⁹⁸

Program kupnje imovine sastoji se od programa kupnje korporativnog sektora (eng. Corporate Sector Purchase Programme, ili „CSPP“), programa kupnje javnog sektora (eng. Public Sector Purchase Programme, ili „PSPP“), programa kupnje vrijednosnih papira i programa kupnje pokrivenih obveznica.⁹⁹

U sklopu programa kupnje imovine ESB i nacionalne središnje banke kupile su niz različitih financijskih imovina, odnosno vrijednosnih papira, poput državnih obveznica, vrijednosnih papira koje su izdale europske nadnacionalne institucije, korporativnih obveznica, vrijednosnih papira osiguranih imovinom i dr. Ovakve kupnje utječu na financijske uvjete u gospodarstvu, a potom i na gospodarski rast i inflaciju.

Tri su glavna kanala kroz koja APP utječu na stabilnost cijena. Prvo, prilikom kupnje financijske imovine privatnog sektora, koja je povezana sa zajmovima odobrenim građanstvu i poduzećima, povećana potražnja podiže njihove cijene. To potiče banke da odobravaju više kredita koje onda mogu koristiti za stvaranje vrijednosnica

⁹⁷ Europska središnja banka, *The ECB'S non-standard measures – impact and phasing-out*, ECB, 2011., str. 55.

⁹⁸ Europska središnja banka, *Non-standard measures*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/non-standard-measures/html/index.en.html>, (pristupljeno: 4.11.2023.).

⁹⁹ B. Franović, *Učinkovitost nekonvencionalnih mjera monetarne politike Europske središnje banke u poticanju financijskog i realnog dijela gospodarstva*, Zagreb, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2021., str. 2. i 3.

osiguranih imovinom. Samim time, povećana ponuda zajmova snižava kamatne stope banaka za pri kreditiranju građanstva i poduzeća, poboljšavajući uvjete financiranja.

Drugi kanal kojim APP utječe na stabilnost cijena je rebalans portfelja. Ulagači od kojih je ESB kupila financijsku imovinu mogu sredstva koja su dobila od ESB-a za njihovu prvobitnu financijsku imovinu uložiti u neku drugu imovinu. Time se povećava potražnja za financijskom imovinom u širem smislu, utječući na rast, ali i pad cijena šire financijske imovine, ne samo isključivo one ciljane APP-om.¹⁰⁰ Rezultat ove mjere očituje se u nižim troškovima financiranja na tržištima kapitala, porastu novih kredita građanstvu i poduzećima uz istodobno sniženje troškova zaduživanja. Štoviše, ako ulagači sredstva dobivena od ESB-a reinvestiraju u imovinu izvan europodručja tečaj eura može oslabiti, što ima tendenciju pritiska na inflaciju.

Tijekom godina financijska imovina ESB-a kontinuirano je rasla. U razdoblju koje je prethodilo svjetskoj financijskoj krizi Europska središnja banka i nacionalne središnje banke, odnosno Eurosustav, nisu posjedovale vrijednosne papire koje se drže za potrebe monetarne politike, u sklopu programa kupnje imovine.

U nastavku slijedi prikaz rasta vrijednosti vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne politike u bilanci Eurosustava. Bilanca Eurosustava obuhvaća imovinu i obveze nacionalnih središnjih banaka europodručja i Europske središnje banke.

Krahom financijskih tržišta i pojavom svjetske financijske krize, Europska središnja banka uvodi program kupnje vrijednosnih papira 2010. godine (eng. Securities Markets Programme, ili „SMP”) koji traje do 2012. godine.

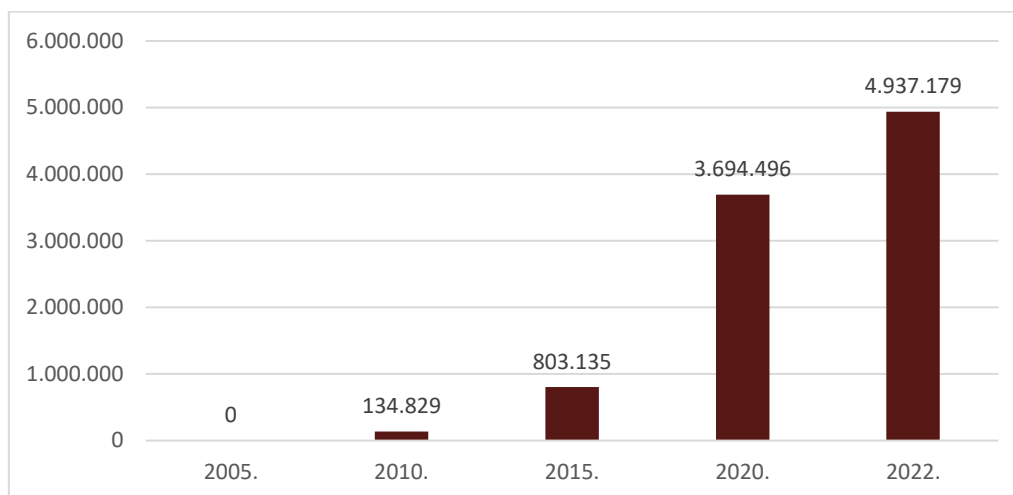
Do 2015. godine vrijednosni papiri u portfelju Eurosustava koji se drže radi potreba monetarne politike rastu za 496%. Razlog tome nalazi se u nastavku provođenja programa kupnje vrijednosnih papira i to 2014. godine sa programima kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (eng. Asset-Backed Securities Purchase Programme, ili „ABSPP”) kako bi se poboljšala transmisija monetarne politike i programom kupnje pokrivenih obveznica (eng. Third Covered Bond Purchase Programme, ili „CBPP3”).

Zatim 2020. godine portfelj vrijednosnih papira koji se drže za potrebe monetarne

¹⁰⁰ Europska središnja banka, *Non-standard measures*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/non-standard-measures/html/index.en.html>, (pristupljeno: 4.11.2023.).

politike ponovno raste, uz ostalo, radi programa kupnje imovine „PEPP“ zbog krize uzrokovane pandemijom virusa Covid-19 koji je uveden u ožujku 2020. godine.

Grafikon 15. Vrijednosni papiri koji se drže za potrebe monetarne politike u bilanci Eurosustava (u milijunima €) na dan 31.12.



Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>, (pristupljeno: 5.11.2023.)

Izravna kupnja i rebalans portfelja kao kanali utjecaja APP-a na stabilnost cijena poboljšavaju financijske uvjete za poduzeća i građanstvo u europodručju. Smanjenje troškova financiranja može potaknuti ulaganja i potrošnju, što kroz srednjoročno razdoblje može stabilizirati cijene, odnosno umanjiti inflaciju.

U potpoglavlju 3.1. objašnjeno je kako ESB kamatnim stopama održava stabilnost cijena. Ukratko, ukoliko ESB želi sniziti inflaciju povećati će kamatne stope i obrnuto. ESB ima tri glavne kamatne stope putem kojih može djelovati: kamatna stopa na granični zajam za prenoćne pozajmice bankama, glavne operacije refinanciranja i depozite. U 2014. godini očekivalo se da će inflacija u europodručju ostati znatno ispod cilja monetarne politike kroz dulje razdoblje. Zbog toga je Upravno vijeće ESB-a u lipnju iste godine procijenilo da je potrebno sniziti kamatne stope te su sve tri kamatne stope snižene.¹⁰¹

Snižavajući kamatne stope ESB je učinila štednju manje privlačnom, a pozajmljivanje

¹⁰¹ Europska središnja banka, *The ECB'S negative interest rate*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>, (pristupljeno 4.11.2023.).

više privlačnim. Time je potaknula potrošnju i ulaganje što je bilo potrebno za stabilizaciju cijena u srednjem roku, ali i za održivi rast europodručja.

Smjernice o budućoj monetarnoj politici podrazumijevaju informiranje javnosti od strane ESB-a o svojim budućim namjerama monetarne politike na temelju procjena i analiza o budućim kretanjima cijena. Njima središnja banka informira javnost o svojim budućim namjerama monetarne politike, na temelju svoje procjene izgleda za stabilnost cijena. ESB je počela koristiti smjernice buduće monetarne politike u srpnju 2013. kada je Upravno vijeće ESB-a izjavilo da očekuje da će kamatne stope ostati niske dulje vremensko razdoblje.¹⁰² Kako bi sadržaj ESB-ovih smjernica o budućim namjerama monetarne politike bio vjerodostojan mora uvijek biti u skladu s procjenom trenutne gospodarske situacije i izgledima za budućnost, posebice inflaciju.

Posljednja nekonvencionalna mjera monetarne politike ESB-a jesu ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja „TLTRO“.

Putem TLTRO-a ESB nudi dugoročne zajmove bankama po povoljnim cijenama i time ih potiče da daju kredite poduzećima i potrošačima u europodručju.¹⁰³

Budući da ESB nudi povoljne kredite bankama omogućeni su i niži troškovi posudbe za građanstvo i poduzeća što potiče potrošnju i ulaganja.

Za razliku od dugoročnijih operacija refinanciranja koje spadaju u standardne mjere monetarne politike ESB-a, TLTRO-ovi su ciljani, odnosno izravno usmjereni na održavanje ili povećanje kreditiranja poduzeća i potrošača. Nadalje, TLTRO-ovi su uvjetni, što znači da će banke dobiti jeftine kredite od ESB-a samo ako dobivena sredstva proslijede građanima ili poduzećima u obliku kredita. Također, TLTRO-ovi su dugoročni te se moraju vratiti tek nakon četiri godine, što je mnogo dulje od standardnih instrumenata ESB-a za osiguranje likvidnosti čime je bankama osigurano stabilno i pouzdano financiranje.

Međutim, iznos TLTRO-ova ovisi o visini iznosa prethodno odobrenih kredita banke poduzećima i građanstvu. Što je banka odobrila više kredita poduzećima i

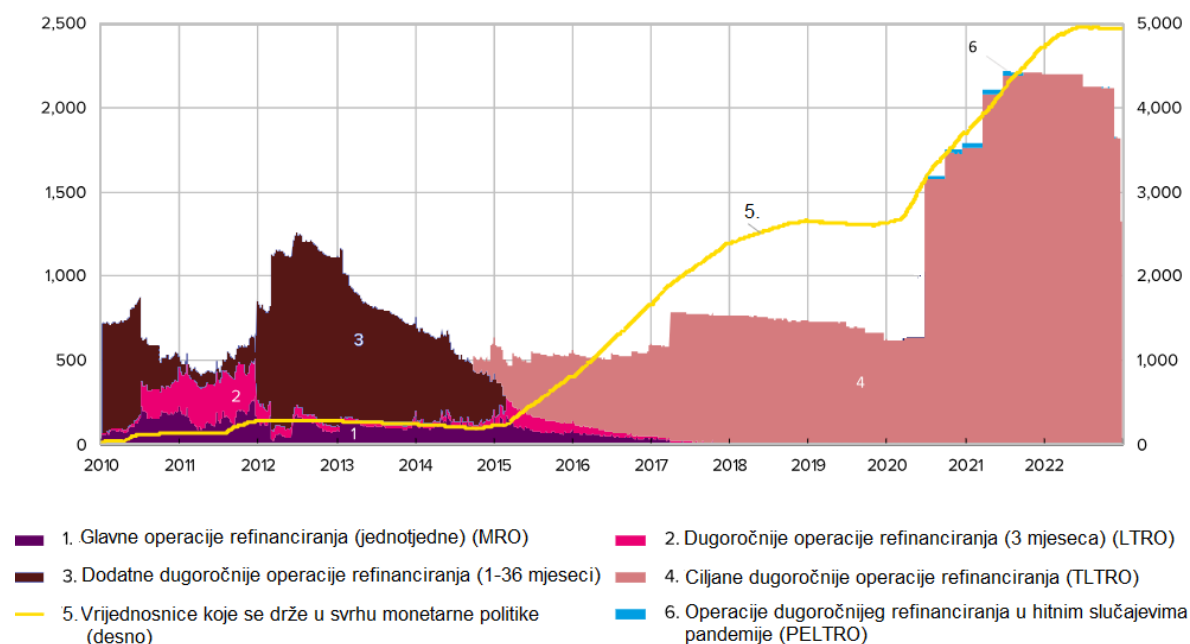
¹⁰² Europska središnja banka, *What is forward guidance?*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html, (pristupljeno 4.11.2023.).

¹⁰³ Europska središnja banka, *What are targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)?*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/tltro.en.html>, (pristupljeno 4.11.2023.).

kućanstvima prije početka TLTRO-ova, to se više može zadužiti u okviru TLTRO-a.

Nakon što su TLTRO-ovi uvedeni kao nekonvencionalna mjera monetarne politike ESB-a, njihova važnost raste nauštrb standardnih mjera monetarne politike – glavnih operacija refinanciranja i dugoročnijih operacija refinanciranja kao što je vidljivo u grafikonu 16.

Grafikon 16. Operacije Eurosustava za osiguranje likvidnosti (u milijardama €)



Izvor: Bank of Finland, *Eurosystem began phasing out its non-standard monetary policy measures during 2022*, dostupno na: <https://annualreport.bankoffinland.fi/2022/annual-report/monetary-policy/eurosystem-began-phasing-out-its-non-standard-monetary-policy-measures-during-2022/>, (pristupljeno: 5.11.2023.)

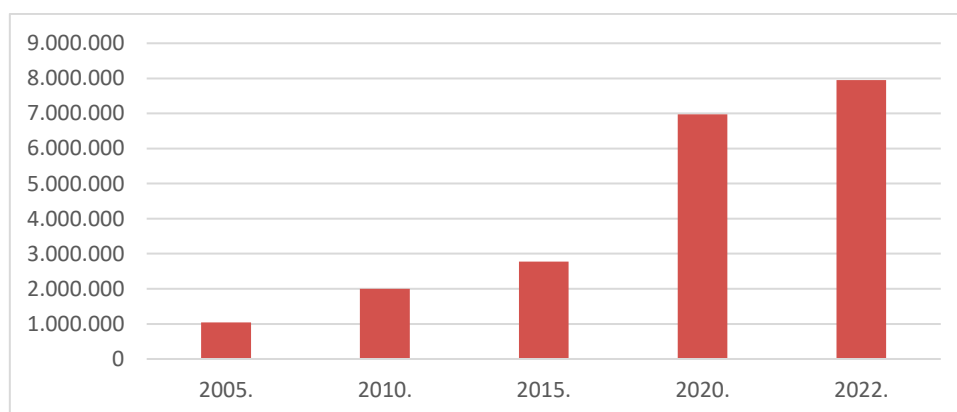
Po pitanju osiguranja likvidnosti do 2015. godine prevladavaju standardne mjere monetarne politike, glavne operacije refinanciranja (eng. Main Refinancing Operations, ili „MRO“) i dugoročnije operacije refinanciranja (LTRO). Nakon 2015. godine vodstvo za osiguranje likvidnosti preuzimaju ciljane dugoročnije operacije refinanciranja, a MRO i LTRO kao mjere monetarne politike gube na značaju. Za vrijeme pada obujma gospodarske aktivnosti uzrokovanog pandemijom virusa Covid-19 TLTRO kao nekonvencionalna mjera monetarne politike iznimno raste na preko 4 bilijuna eura.

Ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja ključne su da monetarna politika dopre u realno gospodarstvo. TLTRO-ovi osiguravaju da poduzeća i građanstvo nastave

dobivati sredstva koja su im potrebna za potrošnju i ulaganje. TLTRO-ovi održavaju gospodarstvo u uvjetima kada banke oklijevaju odobravati nove kredite. ESB je do sada pokrenula tri serije TLTRO-ova: TLTRO I 2014., TLTRO II 2016. i TLTRO III 2019.¹⁰⁴ Posljednji, TLTRO III imao je važnu ulogu u prevladavanju krize izazvane pandemijom Covida-19. Banke su imale mogućnosti posuditi sredstva od ESB-a po povoljnoj stopi od -1% ukoliko nastave kreditirati poduzeća i građanstvo. Ovakav uvjet financiranja bio je aktualan od lipnja 2020. do lipnja 2022. godine.¹⁰⁵ Navedeni TLTRO imao je rok dospeljeća od tri godine, za razliku od prethodna dva četverogodišnja TLTRO-a. Povoljnim uvjetom financiranja nastojalo se potaknuti banke da financiraju poduzeća i građanstvo u uvjetima recesije i pada gospodarske aktivnosti.

Nagli rast TLTRO-a praćen sa pandemijskim hitnim programom kupnje utjecao je na rast ukupne imovine Eurosustava, kako je prikazano grafikonom u nastavku.

Grafikon 17. Ukupna imovina Eurosustava (u milijunima €) na dan 31.12.



Izvor: izrada autorice prema: Europska središnja banka, *Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem*, dostupno na: www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/, (pristupljeno: 5.11.2023.)

Do ekspanzije konsolidirane bilance Eurosustava dolazi 2020. godine sa odgovorom ESB-a na recesiju uzrokovanu pandemijom virusa Covid-19. Te godine ESB je pokrenula pandemijski hitni program kupnje te treću seriju TLTRO-a što je značajno povećalo imovinu Eurosustava u odnosu na prethodne godine. Bilanca Eurosustava u nadolazećim godinama, uz ostale uvjete nepromijenjene, trebala bi imati trend smanjenja vrijednosti kako budu TLTRO-ovi dospeljevali na naplatu.

Međutim, ukoliko se nekonvencionalne mjere monetarne politike koriste kao alat

¹⁰⁴ Loc. cit.

¹⁰⁵ Loc. cit.

predugo mogu imati negativne učinke na financijski sustav i gospodarstvo. Naime, nekonvencionalne mjere mogu potaknuti pretjerano preuzimanje rizika na financijskom tržištu, stvaraju višak likvidnosti te odgađaju proces prilagodbe bilance subjekata privatnog, ali i javnog sektora. Navedeno bi, naposljetku, narušilo stabilnost cijena u srednjem roku te ostavilo negativne posljedice na gospodarstvo u cjelini.

Štoviše, iako nekonvencionalne monetarne mjere mogu olakšati gospodarski rast pružanjem dovoljne likvidnosti i produljenih razdoblja prilagodbe za države članice da koriste ta sredstva za potporu strukturnim reformama, u isto vrijeme one također potiču preuzimanje rizika i stoga dugoročno mogu dovesti do povećanja javnog duga.¹⁰⁶

5.3. Jedinstvena monetarna politika u uvjetima rastuće inflacije

Nedavni negativni događaji koji su pogodili Ukrajinu implikacije imaju i na europska gospodarstva kroz nekoliko kanala, kroz koje ne utječu isključivo na gospodarstvo Europske unije, već i na odluke po pitanju monetarne politike.

U potpoglavlju 4.1. harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena prikazan je porast inflacije u europodručju. Do naglog porasta inflacije dolazi 2021. godine te inflacija kontinuirano i dalje raste ugrožavajući stabilnost cijena i prijeteći prigušujućim učinkom na gospodarsku aktivnost europodručja.

U kontekstu povišene inflacije u europodručju, korisno je pogledati i kretanje plaća u javnom sektoru i privatnom sektoru te njihov odnos prema rastu cijena. Rast plaća u javnom sektoru može utjecati na inflaciju kroz izravni kanal (agregatna potražnja) i neizravni kanal (kao signal za promjene naknada u privatnom sektoru).¹⁰⁷

Nakon što su općenito rasle po stopama iznad inflacije od uvođenja eura, javne su plaće doživjele duboki pad 2022. uz očekivanja oporavka tokom 2023. godine. U razdoblju 2001. do 2021. godine javne plaće u europodručju rasle su u prosjeku po godišnjoj stopi od 2,3%, što je bilo 1,7% iznad HICP inflacije s fluktuacijama tijekom kriznih razdoblja.¹⁰⁸ Javne plaće rasle su brže od inflacije i privatnih plaća tijekom

¹⁰⁶ Božina Beroš M. i Beroš M., op. cit., str. 226.

¹⁰⁷ Europska središnja banka, *Inflation and the response of public wages in the euro area*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/>, (pristupljeno 12.11.2023.).

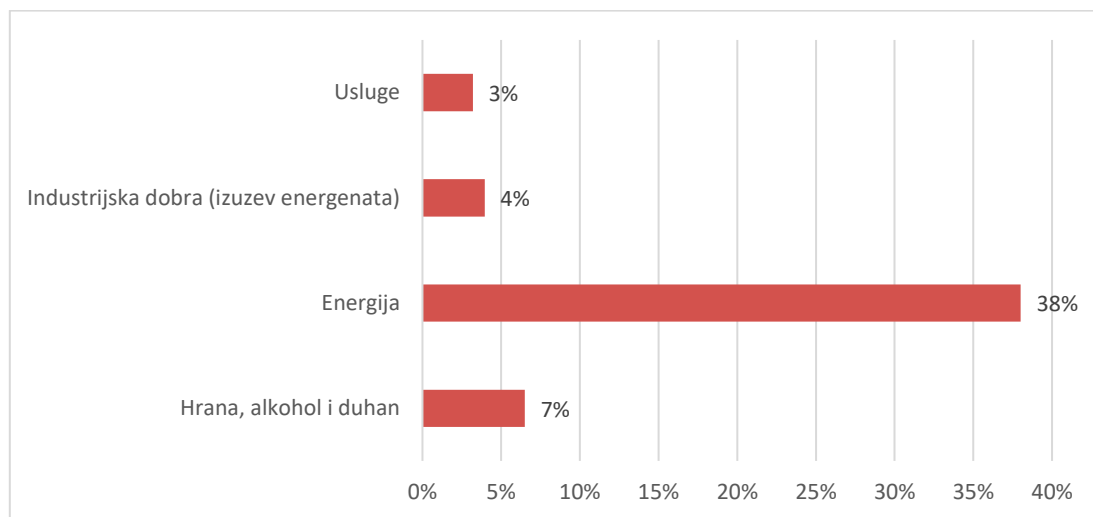
¹⁰⁸ Loc. cit.

globalne financijske krize, a sporije tijekom krize državnog duga.

U 2020. godini, kada je nastupila kriza izazvana pandemijom Covida-19, plaće u javnom sektoru nastavile su postojano rasti. U 2022. godini rast javnih plaća u europodručju realno je pao za 4,3%, no predviđa se djelomično sustizanje u razdoblju od 2023. do 2025. godine s prosječnom nominalnom stopom rasta od 4,1%.¹⁰⁹ Međutim, kumulativno tijekom razdoblja od 2022. do 2025., predviđa se da će nominalni rast plaća u javnom sektoru i dalje zaostajati za inflacijom za oko 2,5%.

U kontekstu inflacije, grafikon 17. u nastavku prikazuje porast cijena energenata, robe i hrane u europodručju.

Grafikon 18. Inflacija u europodručju (travanj 2022. godine)



Izvor: D. Rakic, *Monetary policy issues in the context of the war in Ukraine*, Europski parlament, 2022., str. 2.

Iz grafikona 17. vidljivo je da dolazi do porasta cijena ponajprije energenata (nafte i plina), a zatim i hrane što uzrokuje šok na strani ponude. Prije svega, neizvjesnost i potencijalni problemi javljaju se u uvozu energenata iz Rusije. Eventualni prekid izvoza ruskog plina i nafte imale bi najznačajnije učinke za europsko gospodarstvo nanošenjem dvostrukog negativnog učinka na europsko gospodarstvo – stagniranje gospodarskog rasta te rast inflacije. Upravo bi prekid opskrbe plina za Europsku uniju rezultirao najvećim gubicima BDP-a.

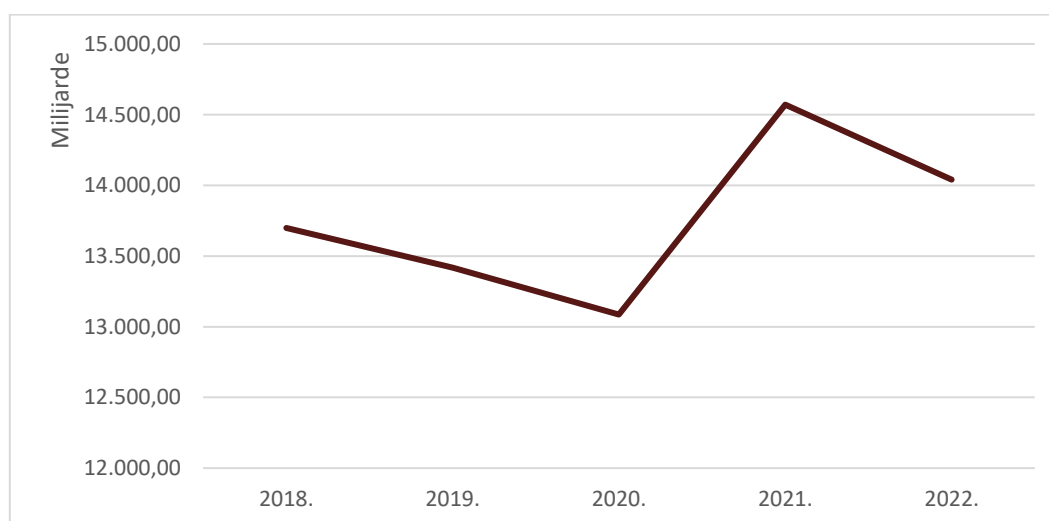
¹⁰⁹ Loc. cit.

Navedeni porast cijene energenata implikacije ima na BDP europodručja s obzirom da utječe na proizvodnju i industriju.

Grafikonom u nastavku prikazano je kretanje BDP-a europodručja.

Iz grafikona 19. vidljivo je da gospodarstvo europodručja posljednjih godinu dana stagnira. Od 2021. godine bilježi se pad BDP-a europodručja uslijed pada privatne i javne potrošnje. Da bi BDP europodručja počeo bilježiti stope rasta potrebno je smanjivanje inflacije i poremećaja u opskrbi. Uvjeti u različitim sektorima gospodarstva su neujednačeni. Proizvodnja nastavlja slabiti, djelomično zbog manje globalne potražnje i strožih uvjeta financiranja u europodručju, dok su usluge i dalje otporne.¹¹⁰

Grafikon 19. BDP europodručja (u tekućim američkim dolarima, u milijardama)



Izvor: izrada autorice prema: Svjetska banka, *World development indicators*, dostupno na: <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/1ff4a498/Popular-Indicators#>, (pristupljeno: 9.11.2023.).

Nadalje, ratna događanja rezultiraju velikom neizvjesnošću koja može dovesti do porasta štednje kućanstva iz predostrožnosti te smanjenje ulaganja od strane poduzeća. Nasuprot ranije objašnjenom šoku na strani ponude, slabljenje potrošnje i investicija uzrokuje šok na strani potražnje. Štoviše, navedeni inflatorni problem dodatno produbljuje činjenica da su posljedice recesije uzrokovane pandemijom virusa Covid-19 i dalje prisutne u gospodarstvima europodručja, ali i šire.

¹¹⁰ Europska središnja banka, *Economic, financial and monetary developments*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202304.en.htm>, (pristupljeno 9.11.2023.).

Treće, pod rizikom je i financijska stabilnost. U današnjem globaliziranom okruženju financijska tržišta su povezana, pa je tako i financijsko tržište europodručja povezano sa financijskim tržištima Ukrajine i Rusije te se nestabilnost može prelijevati između financijskih tržišta. Negativne implikacije na financijsko tržište europodručja mogu se očitati u volatilnosti tržišta, riziku likvidnosti i kreditnom riziku, te pogoršanju uvjeta financiranja i pojavi rizika fragmentacije u europodručju. Moguć je porast kamatnih stopa što bi dodatno produbilo zaduženost poduzeća i kućanstva, ali i javnog sektora europodručja dovodeći u pitanje održivost duga. Svakako je potrebno prilagoditi makrobonitetnu politiku novoj makroekonomskoj situaciji, kao i nacionalnim uvjetima specifičnim za pojedinu zemlju. Međutim, od početka invazije, pa do sada nije bilo značajnijih posljedica na financijski sustav europodručja niti Europske unije u cjelini. Financijski je sektor, možemo reći, „ojačan“ nakon svjetske financijske krize te bolje podnosi vanjske šokove i nestabilnosti.

U borbi protiv trenutnog inflatornog šoka ESB je istaknula „dvostranu opcionalnost“ (eng. „two-sided optionality“) i „ovisnost o podacima“ (eng. „data-dependence“) u budućem tijeku monetarne politike koji daju fleksibilnost za suočavanje s visokom neizvjesnošću izazvanom događanjima u Ukrajini.¹¹¹ U srpnju 2021. godine zaključena je revizija strategije monetarne politike ESB-a te su u okvir monetarne politike ESB-a dodana nova relevantna razmatranja. Nova relevantna razmatranja uključuju da se financijska stabilnost smatra preduvjetom stabilnosti cijena. Nadalje, opravdava se normalizacija monetarne politike što znači pooštavanje uvjeta financiranja, među ostalim, povećanjem ključnih kamatnih stopa.¹¹² S druge strane, normalizacija monetarne politike mogla bi proizvesti negativne učinke na financijsku stabilnost i gospodarski rast.

ESB je od 2016. godine ključne kamatne stope držala nepromijenjenima¹¹³:

- Glavne operacije refinanciranja (MRO): 0,00%,
- Mogućnost granične pozajmice: 0,25% i
- Depozitna mogućnost: -0,50% (od 2019. godine).

¹¹¹ D. Rakic, *Monetary policy issues in the context of the war in Ukraine*, Europski parlament, 2022., str. 2.

¹¹² Bank of Finland, *What is the monetary policy normalisation?*, dostupno na <https://www.bofbulletin.fi/en/2022/3/what-is-monetary-policy-normalisation/>, (pristupljeno 6.11.2023.).

¹¹³ Rakic D., op. cit., str. 4.

U srpnju 2021. godine ESB navodi kako očekuju da će ključne kamatne stope ostati na tadašnjim ili nižim razinama sve dok inflacije ne dosegne 2% znatno prije kraja predviđene projekcije.¹¹⁴ Međutim, u ožujku 2022. godine, pod inflatornim pritiscima, ESB je revidirala i izmijenila smjernice za budućnost ističući stabilizaciju inflacije na 2% u srednjoročnom razdoblju, ali uz „postupno“ prilagođavanje kamatnih stopa.¹¹⁵

U ožujku 2022. godine ESB je smanjila svoj program kupnje imovine. Nadalje, uspostavila je preventivnu swap liniju s Poljskom narodnom bankom kako bi osigurala likvidnost u eurima u kreditnim institucijama u Poljskoj. Također, repo linija Eurosustava za središnje banke (eng. Eurosystem Repo Facility for Central Banks, ili „EUREP“) proširena je i na središnje banke izvan europodručja (Mađarska, Albanija, Sjeverna Makedonija i San Marino) te je produljena do 2023. godine.¹¹⁶ Međutim, ESB namjerava reinvestirati u cijelosti isplate glavnica iz vrijednosnih papira koji dospijevaju kupljenih u okviru APP-a onoliko dugo koliko je potrebno za održavanje povoljnih uvjeta likvidnosti i dovoljnog stupnja monetarne prilagodbe.

Trenutna kriza svakako premašuje kapacitet ESB-a da kontrolira inflaciju. Potrebne su institucionalne reforme koje uključuju upravljanje ESB-om, strategiju monetarne politike i promjene u odnosu između vlada europodručja i ESB-a.¹¹⁷

Glavna očekivanja koja proizlaze iz rata u Ukrajini očituju se u nastavku rasta inflacije i pritisku na gospodarsku aktivnost. U takvoj situaciji ESB mora izabrati hoće li se prilagoditi gospodarstvu ili poduzeti agresivne mjere u pooštavanju kamatnih stopa kako bi se ograničio rast inflacije s neizbježnim učincima na agregatnu potražnju i tržište rada.¹¹⁸

¹¹⁴ Loc. cit.

¹¹⁵ Loc. cit.

¹¹⁶ Loc. cit.

¹¹⁷ C. Wyplosz, D. Gros, P. Siklos, et. al.: *War in Ukraine: implications for the ECB*, ECB, 2022., str. 64.

¹¹⁸ Ibidem, str. 132.

6. ZAKLJUČAK

Financijska tržišta i njihovi sudionici, prije svega financijske institucije, imaju važnu ulogu u pokretanju gospodarstva jedne zemlje. Omogućuju prelijevanje kapitala od suficitarnih ka deficitarnim jedinicama i na taj način omogućuju potrošnju i investicije. S obzirom na važnost financijskih tržišta u pogledu njihovih utjecaja na gospodarstvo od krucijalne je važnosti održavati financijsku stabilnost i podržavati financijsku integraciju.

Europodručje je neposredno prije svjetske financijske krize imalo visoku razinu financijske integracije, a nastupom svjetske financijske krize stupanj financijske integracije značajno opada, odnosno dolazi do financijske fragmentacije. Od 2011. godine stupanj financijske integracije u europodručju počinje rasti, no ne doseže rekordne razine prije svjetske financijske krize.

Međutim, nerijetko su upravo financijska tržišta epicentar ekonomskih šokova, a kretanja i šokovi na financijskim tržištima prelijevaju se u realno gospodarstvo ugrožavajući stabilnost cijena.

Europska središnja banka provoditelj je monetarne politike za europodručje te joj je glavni cilj održavanje stabilnosti cijena u europodručju. Podređeni cilj monetarne politike ESB-a očituje se u održavanju financijske stabilnosti budući da se mjere monetarne politike provode, prije svega, kroz financijski sustav.

Strategije monetarne politike ESB-a tokom godina su revidirane, a trenutne uključuju usmjeravanje tržišnih kamatnih stopa, operacije na otvorenom tržištu, obvezne minimalne pričuve te pružanje ili apsorpiranje prekonoćne likvidnosti. Štoviše, kako bi nadogradila postojeće strategije monetarne politike, ESB kreira i nekonvencionalne mjere monetarne politike kao svojevrsnu nadogradnju. Glavni cilj ESB-a po pitanju stabilnosti cijena je održati inflaciju ispod, ali blizu razine od 2% godišnje.

U vrijeme svjetske financijske krize, krize javnog duga europodručja te Covid-19 krize Europska središnja banka uspješno se borila mjerama monetarne politike protiv ekonomskih šokova i nestabilnosti cijena. Nakon svjetske financijske krize financijski sektor europodručja jača te postaje stabilniji. Međutim, važno je istaknuti kasniju upotrebu nekonvencionalnih mjera monetarne politike, posebice programe kupnje financijske imovine koji su uvelike doprinijeli u borbi protiv krize javnog duga. No,

nekonvencionalne mjere ujedno nose rizik ukoliko se provode kroz duže vremensko razdoblje. Iako učinkovite, ESB mora pronaći alternativne mjere nekonvencionalnim mjerama kako ne bi prouzročile suprotan učinak od željenog.

Budući da navedene krize nisu pogodile sve zemlje jednakim intenzitetom niti su se sve zemlje jednako brzo oporavile, Europska središnja banka kreirala je i ponudila niz fiskalnih mjera koje su, uz mjere monetarne politike, značajno doprinijele oporavku europodručja u cjelini. Upravo je navedeno ukazalo na potrebu za većom fiskalnom koordinacijom unutar europodručja.

Svjetska financijska kriza, kriza javnog duga europodručja, Covid-19 kriza te nedavna ratna događanja u Ukrajini ukazala su na nepredvidivost financijskih kriza te na potrebu prilagodbe monetarne politike sukladno uzrocima i obilježjima svake pojedinačne financijske krize. Uostalom, ukazale su i da monetarna politika kao zasebna ekonomska politika nije dovoljan alat u borbi protiv financijskih kriza već je potrebna sinergija ostalih ekonomskih politika, mjera, regulacije i nadzora.

POPIS LITERATURE

Knjige

1. Franović B., *Učinkovitost nekonvencionalnih mjera monetarne politike Europske središnje banke u poticanju financijskog i realnog dijela gospodarstva*, Zagreb, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2021.
2. Silvije O., *Vrijednosni papiri*, Sarajevo, Revicon, 2003.

Znanstveni radovi

1. Tolj A.: *Utjecaj financijske integracije na usklađivanje poslovnog ciklusa Hrvatske sa zemljama Eurozone*, Sveučilište u Splitu, Split, 2020.
2. Runkel C. N.: *Journal of Financial Crises*, Yale School of management, 2022.
3. Wyplosz C., Gros D., Siklos P., et. al.: *War in Ukraine: implications for the ECB*, ECB, 2022.
4. Rakic D., *Monetary policy issues in the context of the war in Ukraine*, Europski parlament, 2022.
5. Božina Beroš M., Beroš M.: *Some Thoughts on the Uneasy Fit Between the ECB's Legal Mandate and its Crisis-Driven, 'Whatever it Takes', Policy Empowerment*, Hart Publishing, 2022.

Pravni izvori

1. Europska unija, Statut Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke, članak 3.
2. Europska unija, Ugovor o funkcioniranju Europske unije, članak 282.
3. Europski parlament, Okvir EU-a za fiskalne politike.
4. Uredbe Europskog parlamenta i vijeća o izmjeni uredbi (EU) br. 575/2013 i (EU) 2019/876 u pogledu prilagodbi kao odgovora na pandemiju bolesti COVID-19

Internetske publikacije

1. Agenor P. R., *Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts*, World Bank, Washington DC, 2001.
2. Dautović E., Gambacorta L., Reghezza A.: *A new tool in the box: dividend restrictions as supervisory policy stimulus*, ECB, Research bulletin No. 107., 2023.
3. Europska središnja banka: *Measuring financial integration in the Euro area*, Europska središnja banka (ECB), Frankfurt am Main, 2014.
4. Europska središnja banka, *The ECB'S non-standard measures – impact and phasing-out*, ECB, 2011.
5. Europska središnja banka, *The monetary policy of the ECB*, ESB, Frankfurt am Main, 2011.
6. Faust J., Rogers J. H. i Wright J. H., *An empirical comparison of Bundesbank and ECB monetary policy rules*, Federal Reserve Board, 2001.
7. Hobelsberger K., Kok C., Mongelli F. P., *A tale of three crises: synergies between ECB tasks*, ESB, Frankfurt am Main, 2023.
8. Scheller K., *The European Central Bank - History, role and functions*, Europska središnja banka, 2004.
9. Baele L., Ferrando A., Hördahl P., et. al.: *Measuring financial integration in the Euro area*, Europska središnja banka (ECB), Frankfurt am Main, 2004.
10. Lim C., et. al., *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?*, International monetary fund, 2011.
11. Rostagno M., Altavilla C., Carboni G., et. al.: *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, Europska središnja banka, 2019.
12. The Federal Reserve Board, *Macroprudential policy at the ECB: Institutional framework, strategy, analytical tools and policies*, Europska središnja banka, 2019.

Internetske stranice

1. Bank of Finland, *What is the monetary policy normalisation?*, dostupno na <https://www.bofbulletin.fi/en/2022/3/what-is-monetary-policy-normalisation/>.

2. Europska komisija, *NextGenerationEU*, dostupno na: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu_en.
3. Europska središnja banka, *Economic, financial and monetary developments*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202304.en.html>.
4. Europska središnja banka, *ESB, ESSB i Eurosustav*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.hr.html>.
5. Europska središnja banka, *Europski monetarni institut*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/archives/emi/html/index.hr.html.
6. Europska središnja banka, *Financial stability review*, May 2023, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.hr.html>.
7. Europska središnja banka, *HICP - Annual percentage changes*, breakdown by purpose of consumption: October 2023, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?id=JDF_ICP_COICOP_ANR&period=2023-10.
8. Europska središnja banka, *Inflation and the response of public wages in the Euro area*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/>.
9. Europska središnja banka, *Jedinstveni supervizijski mehanizam*, dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.en.html>.
10. Europska središnja banka, *List of financial institutions*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/list_of_financial_institutions/.
11. Europska središnja banka, *Long-term interest rate statistics for EU Member States*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.bg.html
12. Europska središnja banka, *Monetary policy and financial stability*, dostupno na: www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monpol-financial-stability.en.html.

13. Europska središnja banka, *Monetary policy*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.en.html>.
14. Europska središnja banka, *Non-standard measures*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/non-standard-measures/html/index.en.html>.
15. Europska središnja banka, *Past and future of the ECB monetary policy*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180504.en.html>.
16. Europska središnja banka, *Preporuka u sklopu drugog stupa*, dostupno na: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/srep/html/p2g.hr.html>.
17. Europska središnja banka, *The ECB's monetary policy strategy after the evaluation and clarification of May 2003*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp031120.en.html>.
18. Europska središnja banka, *The ECB's negative interest rate*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>.
19. Europska središnja banka, *The Eurosystem's instruments*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>.
20. Europska središnja banka, *Transmission mechanism of monetary policy*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>.
21. Europska središnja banka, *What are targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)?*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/tltro.en.html>.
22. Europska središnja banka, *What is forward guidance?*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html.
23. Europska unija, *Europska središnja banka*, dostupno na: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-central-bank-ecb_hr.
24. Eurostat, *HICP - annual data (average index and rate of change)*, dostupno na: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_aaind/default/table?lang=en.

25. Hrvatska narodna banka, *Europski sustav središnjih banaka*, dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi/europski-sustav-sredisnjih-banaka>.
26. Hrvatska narodna banka, *Monetarni i kreditni agregati*, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/tablica-a1-monetarni-i-kreditni-agregati>.
27. Hrvatska narodna banka, *O financijskoj stabilnosti*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/o-financijskoj-stabilnosti>.
28. Institut national de la statistique et des études économiques, *Financial intermediation*, 2019., dostupno na: <https://www.insee.fr/en/metadonnees/definition/c1873>.
29. National bank of Belgium, *Monetary policy implementation*, dostupno na: <https://www.nbb.be/en/monetary-policy/general-framework/monetary-policy-implementation>.
30. National library of medicine, *The origins of Covid-19 pandemic*, dostupno na: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9874793/>.
31. Trading economics, *Euro Area Government Debt to GDP*, dostupno na: www.tradingeconomics.com/euro-area/government-debt-to-gdp.

Ostalo

1. Europska središnja banka, *The balance sheets of monetary financial institutions (MFIs)*, dostupno na: www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/mfi_balance_sheets/.
2. Prof. dr. sc. Marta Božina Beroš, *Financijske institucije*, materijali sa predavanja, 2023.

POPIS ILUSTRACIJA

Tablice

1. Broj monetarnih financijskih institucija u europodručju (2010. i 2023.) 5
2. Koristi i potencijalni troškovi financijske integracije 13

Grafikoni

1. Struktura aktive konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija europodručja u kolovozu 2023. 6
2. Struktura pasive konsolidirane bilance monetarnih financijskih institucija europodručja u kolovozu 2023. 7
3. Prosječni dnevni promet na neosiguranom i osiguranom tržištu novca u europodručju (u milijunima €, za lipanj) 9
4. Nepodmireni iznosi dužničkih vrijednosnih papira izdanih od rezidenata europodručja (u milijunima €, u prosincu) 10
5. Tržišna kapitalizacija domaćih tvrtki uvrštenih na burzu (% BDP-a) 11
6. Financijska integracija europodručja temeljena na cijenama 14
7. Državni dug u europodručju u % BDP-a 16
8. Harmonizirani indeks potrošačkih cijena za europodručje (u %) 27
9. Harmonizirani indeks potrošačkih cijena odabranih država članica Europske unije u listopadu 2023. godine (u %) 28
10. Kamatne stope ESB-a i tržišta novca (mjesečno, godišnje stope) 35
11. Krediti monetarnih financijskih institucija nefinancijskim institucijama u europodručju 36
12. Javni dug europodručja (u % BDP-a) 12
13. Kamatne stope na dugoročne državne obveznice odabranih zemalja u europodručju (svibanj) 41
14. Pokazatelj financijske integracije temeljen na cijeni za financijska tržišta u europodručju 43
15. Vrijednosni papiri koji se drže za potrebe monetarne politike u bilanci Eurosustava (u milijunima €) na dan 31.12. 46
16. Operacije Eurosustava za osiguranje likvidnosti (u milijardama €) 49

17. Ukupna imovina Eurosustava (u milijunima €) na dan 31.12.	50
18. Inflacija u europodručju (travanj 2022. godine)	53
19. BDP europodručja (u tekućim američkim dolarima, u milijardama)	54

Scheme

1. Odnos ESB-a i ESSB-a	20
2. Transmisijski mehanizam monetarne politike ESB-a	31
3. Vremenski prikaz ekonomskih kriza s utjecajem na europodručje	34

SAŽETAK

Monetarna politika Europske središnje banke

Monetarna politika važna je za funkcioniranje gospodarstva jedne zemlje u cjelini. U zemljama Europske unije čija je valuta euro provodi se jedinstvena monetarna politika koju donosi Europska središnja banka. Glavni cilj monetarne politike Europske središnje banke je stabilnost cijena. Stabilne cijene smanjuju volatilnost gospodarstva što zauzvrat smanjuje neizvjesnost i potiče gospodarski prosperitet. Podređeni cilj očituje se u održavanju financijske stabilnosti zbog rastuće uloge financijskog sektora u gospodarstvu, ali i društvenom životu.

Budući da je europodručje obilježeno gospodarskim različitostima između zemalja te izloženo prijetnjom prelijevanja ekonomskih šokova između zemalja, pred Europskom središnjom bankom nalaze se izazovi pravodobnog i učinkovitog provođenja monetarne politike. Navedeni izazovi posebice su bili naglašeni tokom svjetske financijske krize, krize javnog duga europodručja te krize uzrokovane pandemijom Covid-a 19. Europska središnja banka na financijske krize odgovara učinkovitim mjerama monetarne politike, ali i nekonvencionalnim mjerama monetarne politike koje nastaju kao odgovor na specifične prepreke u transmisijskom mehanizmu. Mjere, instrumente i strategije monetarne politike Europska središnja banka prilagodila je specifičnostima svake pojedine krize i gospodarskog ciklusa kako bi stabilizirala gospodarstvo europodručja.

Ključni pojmovi: monetarna politika, Europska središnja banka, europodručje, transmisijski mehanizam, svjetska financijska kriza, kriza javnog duga europodručja, nekonvencionalne mjere monetarne politike

SUMMARY

The monetary policy of the European Central Bank

It is important for an economy to have an effective monetary policy in order for it to function properly. The European Central Bank implements a single monetary policy in European Union countries that use the euro as their currency. Price stability is the primary goal of the European Central Bank's monetary policy. Price stability lowers economic volatility, which in turn lowers uncertainty and promotes economic prosperity. Because of the growing role of the financial sector in economies and everyday life, the subordinate goal is to maintain financial stability.

The euro area is characterized by economic inequalities and is vulnerable to the threat of cross-country economic shocks. As a result, the European Central Bank faces the challenge of implementing monetary policy "right on time" and effectively. The aforementioned challenges were highlighted in particular during the global financial crisis, the Eurozone sovereign debt crisis, and the Covid-19 crisis. The European Central Bank responded to the financial crisis with effective monetary policy measures, as well as non-conventional monetary policy measures resulting from specific transmission mechanism obstacles. The European Central Bank's monetary policy measures, instruments, and strategies have been tailored to the specifics of each crisis and economic cycle in order to stabilize the eurozone's economy.

Keywords: monetary policy, European Central Bank, transmission mechanism, Euro area sovereign debt crisis, non-conventional monetary policy measures