

Danijel Petrović, mag. oec.

E-mail: dpetrovic@unipu.hr

VAŽNOST PRIOPĆENJA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE KAO INSTRUMENTA MONETARNE POLITIKE U OKRUŽENJU NISKIH KAMATNIH STOPA¹

UDK / UDC: 336.711(4)(047)

JEL klasifikacija / JEL classification: E52, E58

Stručni rad / Professional paper

Primljeno / Received: 8. siječnja 2018. / January 8, 2018

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 8. lipnja 2018. / June 8, 2018

Sažetak

Suvremene središnje banke koriste se brojnim monetarnim instrumentima u provođenju vlastite monetarne politike među kojima priopćenja središnjih banaka zauzimaju sve istaknutije mjesto u odnosu prema „konvencionalnim“ mjerama i instrumentima (poput referentnih kamatnih stopa, deviznih intervencija i kratkoročnih intervencija na pojedinim dijelovima financijskih tržišta). Priopćenja središnje banke, konkretnije, u slučaju ovog rada Europske središnje banke (dalje u tekstu: ESB), javljaju se tijekom svjetske financijske i ekonomske krize te krize europodručja. U razdoblju iznimno niskih, čak i nultih kamatnih stopa, odnosno tijekom i nakon svjetske krize, kamatni kanal ESB-a postaje neučinkovit, a priopćenja kao instrument monetarne politike učinkovitije prenose informacije sudionicima financijskih tržišta o smjeru monetarne politike i utječu - usmjeravaju njihova očekivanja, na taj način čineći monetarnu politiku ESB-a učinkovitijom. U ovom se radu nastoji dokazati da priopćenja ESB-a imaju značajan utjecaj na financijska tržišta, putem kvantitativne analize relevantne literature i odluka monetarne politike, te analizom relevantnih empirijskih istraživanja i indikatora poput KOF Monetary Policy Communicator Švicarskog ekonomskog instituta (dalje u tekstu: KOF MPC). Rezultati istraživanja pokazuju da priopćenja ESB-a imaju važnu ulogu u provođenju njezine suvremene monetarne politike, a njihov utjecaj na financijska tržišta iako malen, važan je za usmjeravanje očekivanja, i samih sudionika financijskih tržišta.

Ključne riječi: priopćenja, ESB, monetarna politika, financijska tržišta, indikatori.

¹ Rad je napisan na temelju diplomskog rada - Petrović D. (2017.) „Priopćenja Europske središnje banke i kretanje financijskih tržišta tijekom krize europodručja“ Pula, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“ Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, dostupan na: <https://zir.nsk.hr/islandora/object/unipu:2080> (13.05.2018.)

1. UVOD

Monetarna politika suvremenih središnjih banaka ne sastoji se samo od konvencionalnih instrumenata monetarne politike poput kamatnog kanala, obveznih pričuva, deviznih i tržišnih intervencija. Danas, kao posljedica financijskih nestabilnosti tijekom svjetske financijske i ekonomske krize, a naknadno i krize europodručja središnje su banke, poput ESB-a implementirale nekonvencionalne mjere monetarne politike koje se prvenstveno odnose na programe kupnje vrijednosnih papira s ciljem pružanja dodatne likvidnosti i poticanja većeg obujma trgovanja na tržištu. Pod nekonvencionalnim mjerama spadaju i priopćenja središnjih banaka čija je uloga pripremanje financijskih tržišta na implementaciju i provođenje prije spomenutih nekonvencionalnih mjera. Priopćenja ili komunikacije važan su instrument suvremene monetarne politike središnjih banaka s obzirom da su središnje banke putem ovog instrumenta u stanju učinkovito usmjeravati subjekte financijskih tržišta, što potvrđuju i razna empirijska istraživanja i stručni radovi (vidi na primjer: Knutter i dr. (2011.), Rosa i Verga (2008.), De Haan (2008.) i Nakić (2015.)). U ovom radu ćemo se detaljnije osvrnuti na KOF MPC indikator Švicarskog ekonomskog instituta jer na temelju informacija uključenih u uvodnoj izjavi predsjednika ESB-a uspijeva predvidjeti promjenu smjera monetarne politike, dva do tri mjeseca unaprijed. Svrha ovog rada je na temelju dostupne literature istaknuti važnost priopćenja ESB-a kao instrumenta u provođenju suvremene monetarne politike. Drugim riječima cilj ovog rada je potvrditi hipotezu da priopćenja ESB-a imaju značajan utjecaj na financijska tržišta europodručja.

Rad je strukturiran na sljedeći način, u nastavku rada istaknute su prednosti priopćenja ESB-a, ali i nedostaci ovog instrumenta te njihova primjena od strane ESB-a koje navode Blinder i dr. (2001.), ali i Lamla i Rupprecht (2006.). U nastavku rada navode se načini mjerenja ekonomskih učinaka priopćenja središnjih banaka prema De Haan (2008.), nadalje se u ovom dijelu rada razrađuje tematika vezana uz razdoblje šutnje ESB-a. Četvrto poglavlje analizira utjecaj priopćenja ESB-a na financijska tržišta potkrijepljeno rezultatima brojnih empirijskih istraživanja prikupljenih od strane Knutter i dr. (2011.). Posljednje poglavlje daje zaključak na razmatranja te se ujedno daju i preporuke za buduća istraživanja.

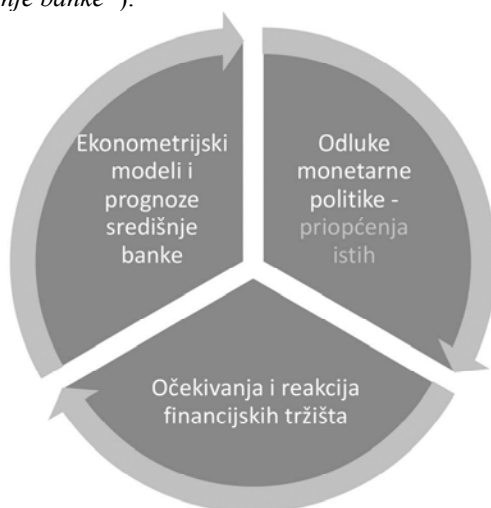
2. PRIOPĆENJA SREDIŠNJIH BANAKA I NJIHOVA VAŽNOST

Razvojem modernih komunikacijskih kanala uvelike je olakšana distribucija informacija širokoj javnosti, a olakšano prenošenje važnih informacija pridonosi smanjenju netransparentnosti središnjih banaka u posljednjih dvadeset godina. Transparentnu središnju banku Blinder i dr. (2001.) definiraju kao onu koja u svako vrijeme pruža javnosti dostatno informacija, pogotovo u odnosu prema svojim glavnim ciljevima i monetarnoj politici do

razine da javnost može utvrditi jesu li aktivnosti središnje banke u skladu s njezinim ciljevima i koliko je uspješna u ostvarivanju istih. Priopćenja središnje banke prema De Haan (2008.) definirana su kao aktivnosti pružanja informacija o ciljevima i strategiji monetarne politike te pogleda na buduće ekonomske događaje i buduće odluke monetarne politike prema javnosti od strane središnje banke (De Haan, 2008. str. 377).

Glavne prednosti veće transparentnosti i komunikacije središnjih banaka prema javnosti rezultiraju jasnijom i efikasnijom monetarnom politikom, s obzirom da su središnje banke u stanju ciljano utjecati na tržišna očekivanja. Očekivanja sudionika financijskih tržišta imaju važnu ulogu u provođenju efikasne monetarne politike središnje banke. Uloga spomenutih očekivanja je ta da pridonose pravilnom funkcioniranju monetarnog transmisijskog mehanizma putem kojeg ESB djeluje na tržište europodručja. Iz tog razloga su priopćenja ESB-a važan monetarni instrument, pogotovo u okruženju niskih kamatnih stopa, u kojem je utjecaj kamatnog kanala ESB-a ograničen, odnosno neučinkovit (Blinder i dr., 2001.). Nadalje, Lamla i Rupperecht (2006. str. 4-5) kažu da su prednosti instrumenta priopćenja smanjenje, odnosno skraćivanje vremenskog odmaka (engl. *lag*) između provedene mjere monetarne politike i efekata iste na realnu ekonomiju. Također, ističu da priopćenja središnjoj banci uz ciljanje inflacije, olakšavaju brzu i neočekivanu promjenu smjera monetarne politike, pod pretpostavkom da je glavni cilj središnje banke jasno definiran. Konačno, priopćenja imaju stabilizirajući efekt na financijska tržišta u dugom roku, dok u kratkom roku pokreću sudionike povećavajući volatilnost financijskih tržišta. Na taj način priopćenja, odnosno informacije sadržane njima pripremaju sudionike financijskih tržišta na buduće odluke monetarne politike (i moguće promjene smjera monetarne politike) kako dokazuju Knutter i dr. (2011.). Kao nedostatak priopćenja u ulozi instrumenta monetarne politike očituje se opasnost da zbog predvidljivosti budućih odluka, monetarna politika postane neutralna u kratkom roku. Drugim riječima, veća transparentnost središnje banke podrazumijeva veću količinu objavljenih informacija što financijska tržišta čini volatilnijima u kratkom roku, dok u dugom roku osigurava veću financijsku stabilnost s obzirom da financijska tržišta imaju jasnu sliku o budućem kretanju kamatnih stopa. Nadalje, rizici veće transparentnosti središnje banke nisu zanemarivi s obzirom da središnja banka postaje „taoc“ tržišnih očekivanja koja su uvjetovana informacijama objavljenih od strane središnje banke. Zbog toga je važno da središnja banka javnosti objavi informacije o ciljevima, metodama prognoziranja i procesu donošenja odluka u cilju fleksibilnijeg provođenja monetarne politike (Blinder i dr., 2001.). Ipak prednosti priopćenja daleko su veće od spomenutih nedostataka, kao što je prikazano *Slikom 1*. Priopćenja čine monetarnu politiku središnje banke učinkovitijom s obzirom da središnja banka odluke monetarne politike donosi temeljem ekonometrijskih modela i prognoza koje uključuju ponašanje i očekivanja subjekata na financijskom tržištu (*Slika 1. – „Odluke monetarne politike - priopćenja istih“*). Donesene odluke monetarne politike, uz to što uključuju očekivanja subjekata na financijskom tržištu, prilikom svoje objave (na dan sastanka Upravnog vijeća u 13:45^h) i priopćenja (uvodna izjava

predsjednika ESB-a i naknadni Q&A istog dana u 14:30^h) ne iznenađuju sudionike financijskih tržišta, već uz navođenje razloga donesene odluke i odgovaranja na pitanja novinara, definiraju smjer monetarne politike i utječu na formiranje budućih očekivanja sudionika financijskih tržišta. Temeljem svega spomenutoga, financijska tržišta kreću se u željenom smjeru i onda kada Upravno vijeće kroz dulje razdoblje ne mijenja kamatne stope, što rezultira većoj efikasnosti monetarne politike ESB-a, pogotovo u razdoblju niskih kamatnih stopa (u razdoblju u kojem se već neko vrijeme nalazimo – vidi *Grafikon 1. str. 14.*). Naravno, što je razina usklađenosti između odluka monetarne politike i reakcije financijskih tržišta veća, to će monetarna politika središnje banke biti efikasnija (*Slika 1. – „Očekivanja i reakcija financijskih tržišta“*). Viša razina usklađenosti poboljšat će ekonometrijske modele i prognoze te će temeljem njih vodstvo središnje banke lakše donositi odluke (*Slika. 1 – „Ekonometrijski modeli i prognoze središnje banke“*).



Slika 1. Krug efikasnosti monetarne politike središnje banke

Izvor: Petrović D. (2017.) Priopćenja Europske središnje banke i kretanje financijskih tržišta tijekom krize europodručja, str. 30, Diplomski rad, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirokvić“ Sveučilište Jurja Dobrile u Puli (2017.), dostupan na: <https://zir.nsk.hr/islandora/object/unipu:2080> (13.05.2018.)

Krajnji je cilj da se putem priopćenja objavi dostatno informacija sudionicima financijskih tržišta putem kojih će se jasno utjecati na njihova očekivanja o budućem smjeru ekonomije, tako ih usmjeravati u željenom smjeru i to bez potrebe za aktivnim djelovanjem na financijskim tržištima od strane središnje banke. U krajnosti priopćenja središnje banke, kako je prikazano u gornjem „*Krugu efikasnosti*“ u stanju su utjecati na očekivanja (i ponašanje) financijskih tržišta, do razine da učestala promjena referentnih kamatnih stopa

nije potrebna, odnosno informacije sadržane u priopćenju prilikom odluke monetarne politike bit će dostatno ekspanzivne/restriktivne naravi (i dostatno jasne) da financijska tržišta prilagode svoja očekivanja i usmjere ekonomiju u željenom smjeru, bez promjene referentnih kamatnih stopa. ESB već neko vrijeme postiže željeni efekt putem priopćenja, s obzirom da sve rjeđe mijenja referentne kamatne stope (*Grafikon 1. str.14*).

Neovisno o prednostima veće transparentnosti, središnje se banke priopćenjima kao instrumentom monetarne politike počinju koristiti tek krajem dvadesetog i početkom ovog stoljeća. Razlog „tradicionalne“ netransparentnosti središnjih banaka, prema riječima Milтона Friedmana, jest: „izbjegavanje odgovornosti s jedne strane te postizanje ugleda u javnosti s druge“ (citirano u Faust i Svensson 2000., navedeno u Blinder i dr., 2001. str 13.). Veća transparentnost središnjih banaka izravna je posljedica ekonomskih nestabilnosti izazvanih svjetskom financijskom i ekonomskom krizom i krizom europodručja, kada je kamatni kanal ESB-a zakazao, zahtijevajući novi način usmjeravanja tržišta koji danas zovemo „signalnim kanalom“. Danas veliki broj ekonomista (npr. Woodford, Blinder i dr.) smatra da se suvremena monetarna politika sve manje odnosi na upravljanje kamatnim stopama, već provođenje efikasne monetarne politike podrazumijeva upravljanje očekivanjima sudionika financijskih tržišta i šire javnosti (Blinder i dr., 2008. str. 14).

3. EKONOMSKI UČINCI PRIOPĆENJA SREDIŠNJIH BANAKA

Uzimajući u obzir da priopćenja središnjih banaka prvenstveno utječu na očekivanja sudionika financijskih tržišta precizno mjerenje ekonomskih učinaka ovog instrumenta monetarne politike vrlo je teško. Istraživanje provedeno od strane De Haan (2008., str. 382) ističe tri moguća pristupa mjerenju efekata priopćenja središnje banke na financijska tržišta.

Primjerice, prvi pristup primjenjuju Kohn i Sack (2003.) u kojem pod pretpostavkom da priopćenja središnjih banaka utječu na povrate financijske imovine, volatilnost povrata bit će veća na dane objave novosti ili vijesti putem različitih komunikacijskih kanala. Autori zaključuju da priopćenja središnje banke stvaraju „vijesti“ odnosno pokreću financijska tržišta. Ipak, ovaj pristup ne dokazuje smanjuju li priopćenja šumove na tržištu.

Drugi pristup koji ističe De Haan (2008., str. 382) nastoji kvantificirati utjecaj priopćenja na financijsku imovinu i smjer njihova utjecaja na način da se priopćenja središnje banke klasificiraju temeljem njihova sadržaja i namjere, te predstavljaju određenu numeričku vrijednost, primjerice ovisno o autorima istraživanja koriste se skale od -1 do +1 (Jansen i De Haan 2005.; Erhmann i Fratzscher 2007.) ili od -2 do +2 (Berger et al. 2006.; Rosa i Verga 2007.; Heinemann i Ullrich 2007.; Musard-Gies 2006.). Numerička skala koristi se u klasificiranju sadržaja priopćenja središnje banke u kojoj pozitivne vrijednosti

predstavljaju najavu oštrije monetarne politike (odnosno povećanje kamatnih stopa), dok negativne vrijednosti predstavljaju najavu ekspanzivnije monetarne politike (odnosno smanjenje kamatnih stopa). Kvantificiranje priopćenja može imati i nultu – neutralnu vrijednost što znači da nema promjene u smjeru monetarne politike središnje banke. S obzirom da je kategoriziranje i tumačenje sadržaja priopćenja s ciljem kvantificiranja njihovog utjecaja na financijskih tržišta subjektivan proces, najveća slabost ovog pristupa jesu subjektivnost i moguće računске pogreške (De Haan, 2008.).

Jedan od najboljih primjera ovakvog pristupa kvantificiranja učinaka priopćenja jest indikator razvijen od strane Švicarskog ekonomskog instituta (engl. KOF *Swiss Economic Institute*) pod nazivom KOF MPC (engl. *Monetary Policy Communicator*) koji pruža kvantitativnu mjeru priopćenja ESB-a. KOF MPC kvantificira učinak izjave predsjednika ESB-a nakon sastanka Upravnog vijeća i odluke monetarne politike fokusirajući se na rizik i stabilnost cijena te ih objedinjuje u indeks. Agregirajući izjave koje sadrže prognoze razvoja cijena KOF MPC indeks sadrži informacije o budućim potezima - odlukama monetarne politike od strane ESB-a. Indeks uspijeva predvidjeti promjene kamatne stope na glavne operacije refinanciranja dva do tri mjeseca unaprijed (KOF, 2018.). Drugi primjer je indikator razvijen od Berger i dr. (2006.) koji je nazvan BHS (prema autorima H. Bergeru, J. De Haanu i J-E. Sturmu). BHS kvantificira utjecaj priopćenja na financijska tržišta na zadanom vremenskom horizontu, a indikator odražava mišljenja članova Upravnog vijeća sadržana u predsjednikovoj uvodnoj izjavi nakon odluke monetarne politike. Indikator uz pomoć dnevnih reakcija Euribora različitih dospijea nastoji kvantificirati utjecaj priopćenja (Lamla, Rupperecht, 2006.).

Treći, posljednji pristup predložen je od strane Gurkaynak et al. (2005.), a odnosi se na mjerenje ekonomskih učinaka priopćenja putem indirektnog mjerenja koje je derivirano iz reakcija subjekata financijskih tržišta. Indirektno mjerenje moguće je s obzirom da se odluka monetarne politike od strane ESB-a objavljuje u 13:45^h koju 45 minuta kasnije (14:30^h) predsjednik ESB-a pojašnjava na konferenciji za medije. Vremenski odmak od 45 minuta sasvim je dostatno razdoblje da sudionici financijskih tržišta odluku monetarne politike uključe u cijenu vrijednosnih papira. Stoga je moguće razdvojiti reakciju financijskih tržišta na odluku monetarne politike od reakcije na izjavu predsjednika ESB-a o budućem kretanju ekonomije i smjeru monetarne politike koristeći se podacima visoke frekvencije (De Haan, 2008.).

ESB koristi četiri komunikacijska kanala (De Haan, 2008. str. 380): uvodne izjave predsjednika ESB-a, govore i intervju, ekonomske biltene i svjedočenja predsjednika ESB-a pred Europskim parlamentom, putem kojih utječe na očekivanja, ali i na kretanje financijskih tržišta. Najvažniji komunikacijski kanal ESB-a jest uvodna izjava predsjednika ESB-a na konferenciji za medije nakon mjesečnog sastanka Upravnog vijeća na kojem se donose odluke monetarne politike. Kao nadogradnja izjavi predsjednika ESB-a tu su govori i intervjui članova tijela ESB-a koji predstavljaju fleksibilan instrument

u pružanju dodatnih informacija i pojašnjavanju, kako tekućih odluka, tako i monetarne politike u cjelini. Ekonomski bilteni predstavljaju dugoročni kamatni kanal čiji je utjecaj na financijska tržišta vrlo teško kvantificirati, ipak brojne analize i istraživanja priložena u istima predstavljaju koristan izvor dodatnih informacija o ekonometrijskim modelima, prognozama i strategiji ESB-a. Svjedočenja predsjednika ESB-a pred Europskim parlamentom (EP) i Vijećem za ekonomske i financijske poslove (ECOFIN) ispunjavaju obveze društvene odgovornosti ESB-a prema najvažnijim tijelima Europske unije, dajući detaljnija objašnjenja na donesene odluke monetarne politike.

3.1. Period šutnje

Članovi Upravnog vijeća ESB-a koriste tzv. „period šutnje“ (engl. *quiet period*) koji prethodi ključnim sastancima. Period šutnje znači da članovi Upravnog vijeća izbjegavaju davati javne iskaze vezane uz „vruća“ pitanja monetarne politike. Odnosno nastoje umanjiti indirektan utjecaj izjava, govora i komentara na očekivanja o budućim odlukama monetarne politike. Zato u tjednu koji prethodi sastanku vijeća o odluci monetarne politike interakcija članova vijeća s javnošću je ograničena. Uzimajući u obzir da su financijska tržišta vrlo dinamična i usmjerena k budućnosti, a u razdoblju koje prethodi odluci monetarne politike sudionici financijskih tržišta budno prate izjave i priopćenja središnje banke, logično je zaključiti da čelnici središnjih banaka primjenjuju period šutnje u cilju smanjenja povećane tržišne volatilnosti kako i špekulacije koje prethode sastancima o odluci monetarne politike (Europska središnja banka, 2017.).

Iako članovi Upravnog vijeća ESB-a primjenjuju period šutnje transparentnost je još uvijek važna, jer kako Europska središnja banka navodi: „ESB je odgovorna objasniti, obrazložiti odluke monetarne politike javnosti i tržištima. Nadalje, jednako je važno da kreatori monetarne politike razumiju financijska tržišta – koja predstavljaju kanale putem kojih monetarna politika funkcionira (monetarni transmisivni mehanizam) i u krajnosti utječe na realnu ekonomiju, odnosno na poduzeća i kućanstva“ (Europska središnja banka, 2017.).

Članovi Upravnog vijeća ESB-a posljednji su put primijenili period šutnje u rujnu 2017. godine (točnije prije sastanka održanog 7. rujna) kada su ograničili indirektnu komunikaciju s javnosti. S obzirom da se prema kretanju ključnih makroekonomskih varijabli ekonomska situacija europodručja poboljšava, ali i s obzirom na najave sa sastanka monetarne politike u srpnju (20. srpnja 2017.) da se približava kraj primjene nekonvencionalnih mjera – kvantitativnog popuštanja (engl. *Quantitative Easing* - QE) i programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *Asset Purchase Programme* – APP) pozornost sudionika financijskih tržišta bila je povećana, kao posljedica moguće promjene smjera monetarne politike. Period šutnje kako je i prije pojašnjeno implementiran je s ciljem smanjenja tržišne volatilnosti, neizvjesnosti i špekulativnih aktivnosti sudionika financijskih tržišta. Uvodna izjava u rujnu 2017. godine potvrdila je

očekivano, odnosno sudionici financijskih tržišta s krajem godine nisu u potpunosti sigurni kojim će smjerom krenuti monetarna politika ESB-a s obzirom da je predsjednik ESB-a Draghi izjavio: „ove jeseni namjeravamo kalibrirati naše instrumente monetarne politike za sljedeću godinu, uzimajući u obzir očekivano kretanje inflacije i financijskih uvjeta potrebnih za kontinuirani rast inflacije prema razinama ispod, ali blizu 2%“ (ESB, 2017. – konferencija za medije 7. rujna 2017. dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/index.en.html> 13.05.2018.). Nadalje, uvodna izjava nakon sastanka i odluke monetarne politike 26. listopada 2017. godine odgovara na većinu postavljenih pitanja kako na prethodnom sastanku, tako i onom održanom u srpnju 2017. godine. Naime, ESB po završetku godine nastavlja provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku, iako su ključne makroekonomske varijable pokazale veći nego predviđeni rast, predviđena stopa inflacije još uvijek nije blizu 2 %. Stoga ESB namjerava početkom 2018. godine smanjiti mjesečne iznose kupnji vrijednosnih papira u sklopu programa kupnji vrijednosnih papira (APP) s trenutnih 60 mlrd. € na 30 mlrd €, no tu nije kraj promjenama monetarnih instrumenata ESB-a. Na budućim sastancima monetarne politike ESB će sudionicima financijskih tržišta pružiti detaljnije informacije o promjenama vezanim uz monetarnu politiku (Europska središnja banka, 2017.).

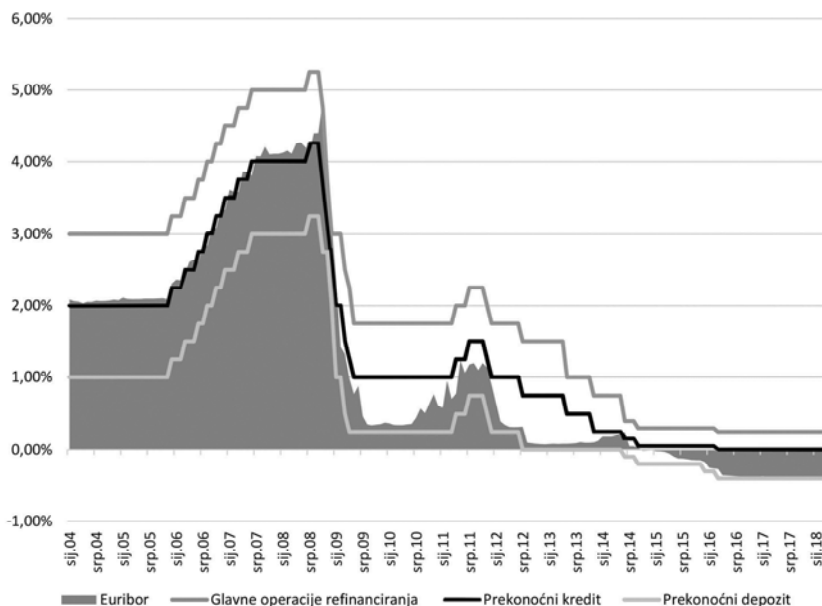
4. UTJECAJ PRIOPĆENJA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE NA FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Danas najznačajniji utjecaj priopćenja ESB-a na financijska tržišta imaju izjave predsjednika ESB-a, putem kojih ESB argumentira tekuću odluku monetarne politike. Dinamičnost ovog komunikacijskog kanala vidljiva je u drugom dijelu konferencije za medije na kojoj novinari imaju mogućnost postavljati konkretna pitanja vezana za monetarnu politiku. Izjave predsjednika ESB-a izrazito su važne jer daju mogućnost ESB-u da ciljanim riječima poput „budnost“ ili „opreznost“ (engl. *vigilance*) unutar izjave ukaže na inflacijske pritiske ili rizične pozicije, tako pripremajući financijska tržišta na promjene smjera monetarne politike. Knutter i dr. (2011.) analiziraju trideset i četiri empirijska istraživanja u razdoblju od 2000. do 2010. godine, a većina rezultata potvrđuje tezu da izjave i konferencije za medije imaju utjecaj na financijska tržišta. Od onih istraživanja koja se odnose na europodručje većina potvrđuje teorijske pretpostavke da izjave imaju važan utjecaj na cijene financijske imovine, s time da je utjecaj najviše izražen, a tako i najznačajniji na međubankovnom tržištu (Euribor futures). Spomenuto potvrđuje i *Grafikon 1.* u kojem je vidljivo da tjedni Euribor odražava kretanje kamatnih stopa na glavne operacije refinanciranja. U promatranom razdoblju, prije svjetske financijske krize tjedni Euribor je s vrlo malim odstupanjem odražavao kretanje kamatnih stopa glavnih operacija refinanciranja. Izbijanjem krize ESB u vrlo kratkom roku smanjuje referentne kamatne stope, tako da krajem 2009. godine kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja iznosi 1 %, no to nije bilo sve što je ESB

poduzela s ciljem suzbijanja negativnih posljedica krize. U istom su razdoblju pokrenute i nekonvencionalne mjere monetarne politike, u obliku programa kupnje vrijednosnih papira u cilju pružanja dodatne likvidnosti financijskim tržištima. Likvidnost financijskih tržišta izrazito je bitna za pravilno funkcioniranje monetarnog transmisivnog mehanizma uzimajući u obzir da se utjecaj ESB-a na realnu ekonomiju postiže putem kamatnog kanala koji je tijekom kriznog razdoblja zakazao. U toj su situaciji priopćenja ESB-a imala važnu ulogu u usmjeravanju financijskih tržišta. Kao potvrda dostatne likvidnosti tijekom i nakon izbijanja svjetske krize možemo u *Grafikonu 1.* zapaziti da nakon početnog snižavanja referentnih kamatnih stopa i implementacije nekonvencionalnih mjera monetarne politike tjedni Euribor više ne odražava stopu na glavne operacije refinanciranja, već se približava vrijednosti kamatnog dna odnosno kamatnjaku na prekonocne depozite.

Možemo reći da je likvidnost pružena od strane ESB-a dostatna kad govorimo o cilju smanjenja cijene sredstava na međubankovnom tržištu no, kamatni kanal signale središnje banke nije u potpunosti prenosio. Stoga je ESB nastojala signalnim kanalom (politika budućih smjernica) utjecati na kretanje i očekivanja financijskih tržišta.

Na spomenutom je grafikonu također vidljivo izbijanje dužničke krize europodručja čija je posljedica blagi porast referentnih kamatnih stopa, no u cilju daljnjeg oporavka ekonomije ESB provodi krajnje ekspanzivnu monetarnu politiku. Također, moguće je zapaziti kako je referentna kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja poprimila nultu vrijednost u ožujku 2016. (ESB, 2018.- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.hr.html> 13.05.2018.) i od tada pa sve do travnja 2018. godine ostaje nepromijenjena. ESB ekspanzivnu monetarnu politiku u okruženju niskih, nultih kamatnih stopa provodi putem nekonvencionalnih mjera, od kojih priopćenja imaju važnu ulogu u pokretanju financijskih tržišta i učinkovitosti monetarne politike u cjelini.



Grafikon 1. Kretanje tjednog Euribor-a i referentnih kamatnih stopa ESB u razdoblju od siječnja 2004. do siječnja 2018. godine

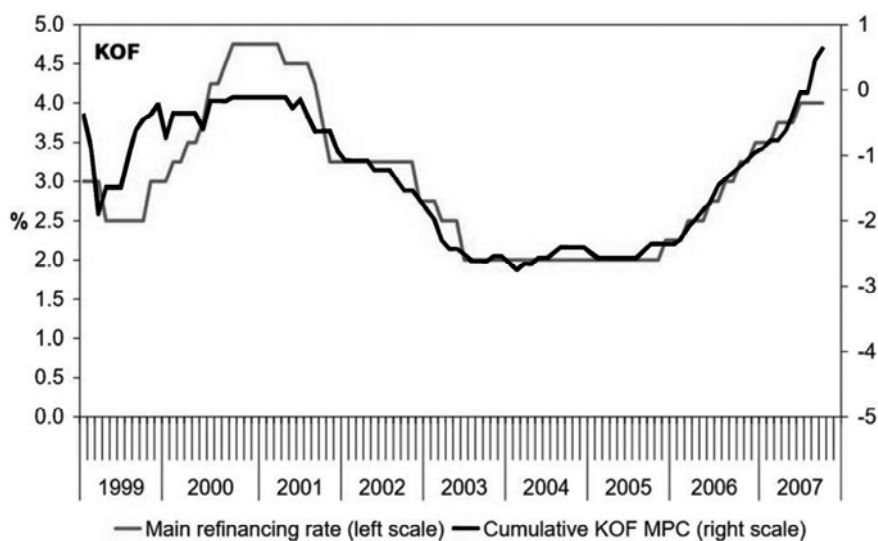
Izvor: Izrada autora prema podacima: *Euribor-rates.eu* dostupno na: <http://www.euribor-rates.eu/> (13.05.2018.) i ESB – odluke monetarne politike, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180426.hr.html> (13.05.2018.)

Tako Rosa i Verga (2005.) potvrđuju da izjave predsjednika ESB-a imaju značajnu ulogu u provođenju monetarne politike. Nadalje, utjecaj priopćenja ESB-a na očekivanja sudionika financijskih tržišta najviše se odražava u promijeni cijene financijskih izvedenica poput „futuresa“ ili budućnosnica kako navode Rosa i Verga (2008.). Zbog efikasnosti tržišta Euribor futuresa implementacija vijesti objavljenih od strane ESB-a u cijenu vrlo je brza (manje od 5 minuta), dok implementacija informacija iz uvodne izjave predsjednika ESB-a traje oko sat vremena (Rosa i Verga 2008., str. 178).

Sadržajno i vremenski fleksibilniji komunikacijski kanal su govori i intervjui članova Upravnog vijeća ESB-a prilikom kojih članovi mogu iznesti samostalne stavove o budućim ekonomskim kretanjima i smjeru monetarne politike ili imaju priliku pojasniti prethodne odluke monetarne politike. U skladu s tim govori i intervjui mogu utjecati na kratkoročne i dugoročne kamatne stope, ali i njihova očekivanja ovisno o tome tko, što i kada govori. Ovaj komunikacijski kanal vrlo je koristan u usmjeravanju tržišnih očekivanja pogotovo u neizvjesnom

razdoblju kada središnja banka može putem istog smiriti širu javnost, ali i financijska tržišta (Knutter i dr., 2011.). S druge strane ekonomski bilteni ESB-a omogućavaju sudionicima financijskih tržišta i relevantnim institucijama razumijevanje rizika i slabosti financijskog sustava koje su uočile prognoze zaposlenika ESB-a. Zbog indirektnog i dugoročnog utjecaja na financijska tržišta pisanih publikacija vrlo je teško kvantificiranje njihovog utjecaja, ipak one su korisne sudionicima financijskih tržišta u boljem razumijevanju monetarne politike središnje banke kako navode Knutter i dr. (2011.).

Utjecaj povećane komunikacije i transparentnosti ESB-a na donošenje odluka monetarne politike moguće je prikazati *Grafikonom 2.* koji prikazuje kretanje kamatne stope na glavne operacije refinanciranja (plava linija – lijeva skala) i kumulativnog (prije spomenutog) KOF MPC indeksa (ružičasta linija – desna skala) u razdoblju od 1999. do 2007. godine.



Grafikon 2. Kretanje kamatne stope na glavne operacije refinanciranja i kumulativnog KOF MPC indeksa u razdoblju do 1999. do 2007. godine

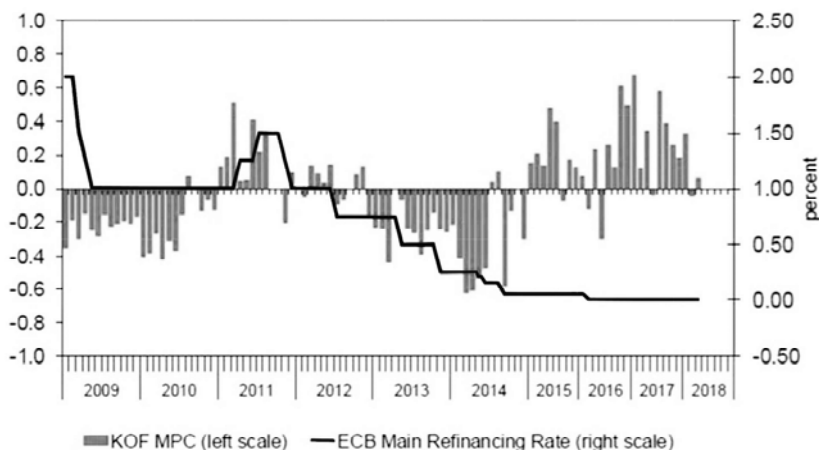
Izvor: KOF Swiss Economic Institute, (2007.) *KOF Monetary Policy Communicator, Press Release [online]* dostupno na: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-monetary-policy-communicator.html> (11.05.2018.)

Čak i u razdoblju prije krize, KOF MPC indeks, čija vrijednost proizlazi iz svih važnih informacija sadržanih u uvodnim izjavama predsjednika ESB-a s naglaskom na buduća kretanja, predviđa buduće promjene smjera monetarne politike, što je vidljivo i u samom početku razdoblja u *Grafikonu 2.*, u kojem kumulativni indeks signalizira podizanje kamatnih stopa. Koeficijent korelacije

dviju varijabli za cjelokupno promatrano razdoblje iznosi 89 %, što znači da se kretanje indeksa podudara s kretanjem kamatnih stopa na glavne operacije refinanciranja.

Promjenom strukture uvodne izjave predsjednika ESB-a od sredine 2003. godine moguće je zapaziti veći stupanj podudaranja između promatranih varijabli. Tako, ako podijelimo promatrano razdoblje u *Grafikonu 2.* na dva razdoblja, prvo protežući se od siječnja 1999. godine do travnja 2003. godine, u ovom će razdoblju stupanj korelacije između kamatne stope na glavne operacije refinanciranja i kumulativne vrijednosti KOF MPC indeksa iznositi 69 %, odnosno čak 20 postotnih poena manje u odnosu prema stupnju korelacije tijekom cjelokupnog razdoblja. Nadalje u drugom razdoblju koje traje od svibnja 2003. godine do listopada 2007. godine stupanj korelacije između promatranih varijabli približno iznosi 98 % što znači ne samo da uvodne izjave predsjednika ESB-a sadrže korisne informacije o budućim odlukama monetarne politike, već da su i same odluke monetarne politike u skladu s objavljenim informacijama. Drugim riječima, politika budućih smjernica kao dio uvodne izjave predsjednika ESB-a nastoji pripremiti sudionike financijskih tržišta na buduće promjene kamatnih stopa.

U skladu s time utjecaj priopćenja ESB moguće je pojasniti i putem *Grafikona 3.* koji, prikazuje kretanje KOF MPC indikatora i kamatne stope na glavne operacije refinanciranja ESB-a (u postocima) u razdoblju od 2009. do 2018. godine. Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja prikazana je plavom linijom (desna skala) dok je vrijednost KOF MPC indeksa prikazana ružičastim stupcima (lijeva skala). Kako je i prije spomenuto, KOF MPC predviđa promjene u referentnim kamatnim stopama dva do tri mjeseca unaprijed što i *Grafikon 3.* potvrđuje. Visina stupca prikazuje vrijednost odnosno intenzitet informacija uključenih u uvodnoj izjavi. Što je viši stupac to je sadržaj uvodne izjave ekspanzivnije, odnosno restriktivnije naravi (ovisno o predznaku). Korisnost priopćenja ESB-a, u ovom slučaju uvodne izjave predsjednika ESB-a kao instrumenta monetarne politike možemo uočiti u razdoblju nakon izbivanja svjetske ekonomske krize (*Grafikon 3.*). Naime, u cilju oporavka ekonomije tijekom 2009. godine ESB snižava kamatne stope na glavne operacije refinanciranja na 1 % te ih zadržava nepromijenjenima do početka 2011. godine (odnosno do izbivanja dužničke krize europodručja).



Grafikon 3. Kretanje KOF MPC indikatora i kamatne stope glavnih operacija refinanciranja ESB u razdoblju od 2009. do 2018. godine (u postocima)

Izvor: KOF Swiss Economic Institute (2018.) KOF Monetary Policy Communicator – Press Release. 26. travanj 2018., dostupno na: https://www.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/dual/kof-dam/documents/MPC/2018/KOF_Monetary_Policy_Communicator_2018_03.pdf (13.05.2018.)

Ipak u spomenutom razdoblju vrijednosti KOF MPC indeksa ukazivale su na daljnje snižavanje kamatnih stopa, no do snižavanja nikada nije došlo. Znači li to da je KOF MPC indeks zakazao, odnosno krivo protumačio sadržaj uvodnih izjava u spomenutom razdoblju? Iako su računске pogreške uvijek moguće, sobzirom da je KOF MPC indeks u prošlosti uvijek predviđao promjenu smjera monetarne politike vjerojatnost pogreške vrlo je mala. Drugo, moguće objašnjenje je to da je sadržaj uvodnih izjava predsjednika ESB-a imao željeni utjecaj na kretanje financijskih tržišta, te su tako priopćenja negirale potrebu za daljnjim snižavanjem kamatnih stopa (koje je i ograničeno s obzirom na blizinu nulte kamatne stope). Drugim riječima, sadržaj uvodnih izjava predsjednika ESB-a bio je ekspanzivne naravi, no daljnje spuštanje referentnih kamatnih stopa nije moguće (pogotovo nakon snižavanja kamatne stope na glavne operacije refinanciranja na 0,00 % u ožujku 2016.), ali su i sama priopćenja u kombinaciji s programima kupnje vrijednosnih papira ekspanzivno djelovala na europodručje. Sposobnost ESB-a da putem različitih komunikacijskih kanala, a prvenstveno uvodnih izjava predsjednika ESB-a utječe na očekivanja, a zatim i na kretanje financijskih tržišta daje veći manevarski prostor u provođenju monetarne politike, prvenstveno tijekom razdoblja izrazito niskih kamatnjaka (poput danas), dok istovremeno umanjuje ovisnost središnje banke o kanalu kamatnjaka kao temeljnom instrumentu u provođenju monetarne politike europodručja.

Također iz *Grafikona 3* moguće je zapaziti da početkom 2015. godine, u načelu KOF MPC indikator navješćava podizanje kamatnih stopa, dok do danas ESB referentne kamatne stope drži nepromijenjenima. Signali KOF MPC indeksa o promjeni smjera monetarne politike ESB-a rezultat su sve restriktivnijeg sadržaja uvodnih izjava predsjednika ESB-a, primjerice indeks ima visoke pozitivne vrijednosti u 2016. kako i 2017. godini. U spomenutim godinama važna pitanja prilikom uvodne izjave predsjednika ESB-a (i kasnijeg Q & A) bila su ona vezana za ukidanje nekonvencionalne mjere monetarne politike, s obzirom na gospodarski oporavak i blago jačanje inflacije unutar europodručja čija se stopa približava ciljanoj stopi ESB-a (blizu, ali ispod 2%). Nadalje uz sve spomenuto, pri kraju *Grafikona 3*, vidljivo je kako su vrijednosti indeksa početkom 2018. izrazito niske (blizu nule što signalizira održavanje trenutnog smjera monetarne politike), a što je popraćeno odlukom ESB-a da kupnje vrijednosnih papira smanji na 30 mldr. € (koje se namjeravaju primjenjivati do rujna 2018., uz mogućnost produženja), odnosno prethodno samoj modifikaciji nekonvencionalnih mjera monetarne politike ESB-a pripremila je sudionike financijskih tržišta na iste, putem instrumenta priopćenja, što je KOF MPC indeks točno signalizirao kao restriktivan trend.

5. ZAKLJUČAK

Priopćenja ESB banke imaju niz koristi i prednosti u svojoj primjeni, a povećana razina efikasnosti i veća fleksibilnost u provođenju monetarne politike daju ovom monetarnom instrumentu veliku važnost u provođenju suvremene, post-krizne monetarne politike. Cilj ovog rada bio je dokazati da priopćenja ESB-a imaju značajan utjecaj na očekivanja, a zatim i na kretanje financijskih tržišta, te da predstavljaju važan instrument njezine monetarne politike. Rezultati provedenog istraživanja potvrđuju postavljenu hipotezu, odnosno kako je utjecaj priopćenja značajan u usmjeravanju tržišnih očekivanja. Visoki stupanj usklađenosti KOF MPC indeksa i kamatne stope na glavne operacije refinanciranja važan je dokaz u korist hipotezi, s obzirom da je KOF MPC indeks deriviran iz informacija sadržanih u uvodnim izjavama predsjednika ESB-a, a na temelju istih uspijeva predvidjeti promjene u smjeru monetarne politike dva do tri mjeseca unaprijed. Uvodne izjave predsjednika ESB-a imaju za ulogu pojasniti donesenu odluku o visini referentnih kamatnih stopa i nekonvencionalnih mjera, ali ne samo to, već imaju za cilj pripremiti financijska tržišta na moguće buduće promjene, što potvrđuje KOF MPC indeks. Spomenuto implicira da sudionici financijskih tržišta putem uvodnih izjava predsjednika ESB-a mogu formirati konkretna očekivanja o budućem smjeru monetarne politike. Stoga, očekivanja sudionika financijskih tržišta će se prilagođavati ovisno o tonu uvodne izjave, na taj način usmjeravajući financijska tržišta i ekonomiju u cijelosti, ne zahtijevajući konkretnu intervenciju ESB-a na tržištu (promjene referentnih kamatnih stopa). U skladu sa spomenutim moguće je zaključiti da, iako kamatni kanal ESB-a predstavlja najvažniji monetarni instrument, priopćenja ESB-a kao signalni kanal imaju važnu ulogu u provođenju monetarne politike u okruženju niskih i nultih

kamatnih stopa. Svim spomenutim, dokazuje se da priopćenja ESB-a zaista imaju važnu ulogu u provođenju efikasne monetarne politike europodručja, što i potvrđuju rezultati raznih empirijskih istraživanja koji se bave tematikom ovog rada (De Haan (2008.), Rosa i Verga (2008.)). Kao preporuka za daljnja istraživanja daje se korištenje unutardnevnim podacima visoke frekvencije referentne vrijednosti međubankovnog tržišta poput Euribor futuresa, s obzirom da je utjecaj priopćenja ESB-a na isti direktan i najznačajniji. Zaključno, postavlja se pitanje koliki će biti utjecaj i važnost priopćenja ESB-a nakon ukidanja nekonvencionalnih mjera monetarne politike i uspostavljanja pravilnog kamatnog kanala.

LITERATURA

Berger H., De Haan J., Sturm J-E (2006.) *Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on ECB Communication*, CESifo Working Paper No. 1652, siječanj 2006. CESifo, [online], dostupno na: https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp1652.pdf (11.05.2018.)

Blinder A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., Jansen, D-J. (2008.) Central bank communication and monetary policy, A survey of theory and evidence, Working paper series, No. 898/MAY 2008., str. 1-55, Frankfurt, ESB [online], dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp898.pdf?380fa5b27a75abbc%20e110013251f9afaf> (11.05.2018.)

Blinder A. S., Goodhart C. A. E., Hildebrand P.M., Lipton D. A. i Wyplosz C. (2001.) *How do central banks talk?* Geneva Reports on the World Economy 3, ICMB i CEPR, London: <https://www.brookings.edu/book/how-do-central-banks-talk/>(12.05.2018.)

De Haan J. (2008.) *The effect of ECB communication on interest rates: An assesment*, University of Groningen, October 2008, str. 375 – 398, Springer, [online], dostupno na: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11558-008-9048-z> (11.05.2018.)

Ehrmann, M. i Fratzscher, M. (2007). *Communication by central bank committee members: Different strategies, same effectiveness*, Journal of Money, Credit and Banking, 39(2-3), 509-541 [online], dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.0022-2879.2007.00034.x> (12.05.2018.)

Europska Središnja banka (2018.) – službene mrežne stranice Europske središnje banke, dostupne na: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (11.05.2018.)

Faust, J. i Svensson, L. E. O. (2000.) *Transparency and credibility: Monetary policy with unobservable goals*, CEPR Discussion Paper No. 1852, [online], dostupno na: <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/1852.html#download> (13.05.2018.)

Gurkaynak, R. S., Sack, B. i Swanson, E. T. (2005.) *Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements.*

International Journal of Central Banking, 1 (1), 55-93., [online], dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=633281 (12.05.2018.)

Heinemann, F. i Ullrich, K. (2007.) *Does it pay to watch central bankers lips? The information content of ECB wording.* Swiss Journal of Economics and Statistics, 143(2), 155-185., [online], dostupno na: <https://sjes.springeropen.com/track/pdf/10.1007/BF03399237?site=sjes.springeropen.com> (12.05.2018.)

Jansen, D. i De Haan, J. (2005.) *Talking heads: The effects of ECB statements on the Euro-Dollar exchange rate,* Journal of International Money and Finance, 24(2), 343-361 [online], dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.456.4300&rep=rep1&type=pdf> (12.05.2018.)

Knutter R., Mohr B., Wagner H. (2011.) „*The Effects of Central Bank Communication on Financial Stability: A Systematization of the Empirical Evidence*“, University of Hagen, Discussion Paper No. 463, January 2011., [online], dostupno na: <http://www.fernuni-hagen.de/wirtschaftswissenschaft/download/beitraege/db463.pdf> (12.05.2018.)

KOF Swiss Economic Institute (2007.) KOF Monetary Policy Communicator, Press Release [online] dostupno na: <https://www.kof.ethz.ch/en/news-and-events/media/press-releases/archiv.html> (11.05.2018.)

KOF Swiss Economic Institute (2018.) KOF Monetary Policy Communicator, službene stranice Švicarskog ekonomskog instituta dostupno na: <https://www.kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-monetary-policy-communicator.html> (11.05.2018.)

KOF Swiss Economic Institute (2018.) KOF Monetary Policy Communicator, Press Release – 26. travnja 2018. [online] dostupno na: https://www.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/dual/kof-dam/documents/Medi enmitteilungen/MPC/2018/KOF_Monetary_Policy_Communicator_2018_03.pdf (13.05.2018.)

Kohn D. L., Sack B. P. (2003.) *Central Bank Talk: Does It Matter and Why?* Borad of the Federal Reserve System, Washington 25. kolovoza 2003. [online], dostupno na: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200355/200355pap.pdf> (11.05.2018.)

Lamla M. J. i Rupprecht S. M. (2006.) *The Impact of ECB Communication on Financial Market Expectations,* Swiss Institute for Business Cycle Research – Working Papers No. 135 travanj 2006. Str. 1-26. [online] dostupno na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900411 (11.05.2018.)

Musard-Gies, M. (2006.), *Do ECB's statements steer short-term and long-term interest rate sin the euro-zone.* The Manchester School, 74, 116-139 [online], dostupno na: <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00007692/document> (12.05.2018.)

Nakić M. (2015.) *Komunikacija središnje banke – novi instrument monetarne politike* Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 13, br. 2. str. 122-137, [online], dostupno na: <http://hrcak.srce.hr/file/219600> (11.05.2018.)

Petrović D. (2017.) *Priopćenja Europske središnje banke i kretanje financijskih tržišta tijekom krize europa područja* – Diplomski rad - [online], dostupno na: <https://zir.nsk.hr/islandora/object/unipu%3A2080/datastream/PDF/view> (11.05.2018.)

Rosa C. i Verga G. (2005.) *Is ECB Communication Effective?* CEP Discussion Paper No. 682 Travanj 2005., Centre for Economic Performance, LSE, London, [online], dostupno na: http://eprints.lse.ac.uk/19899/1/Is_ECB_Communication_Effective.pdf (11.05.2018.)

Rosa C. i Verga G. (2008.) *The Impact of Central Bank Announcements on Asset Price in Real Time*, International Journal of Central Banking, Vol. 4 No. (2) str. 185 [online], dostupno na: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb08q2a5.pdf> (11.05.2018.)

Rosa, C. i Verga, G. (2007.) *On the consistency and effectiveness of central bank communication: Evidence from the ECB*. European Journal of Political Economy, 23(1), 146-175., [online], dostupno na: <http://www.csef.it/wise3/Rosa.pdf> (12.05.2018.)

Woodford, M. (2005.) *Central bank communication and policy effectiveness*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series, working paper 11898, Cambridge, prosinac 2005., [online], dostupno na: <http://www.nber.org/papers/w11898.pdf> (12.05.2018.)

Danijel Petrović, mag. oec.

E-mail: dpetrovic@unipu.hr

IMPORTANCE OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK REPORTS AS MONETARY POLICY INSTRUMENT IN THE CONTEXT OF LOW INTEREST RATES

Abstract

Modern central banks utilize various monetary instruments in implementation of their monetary policies, among which the central banks reports are of growing importance in relation to some more conventional measures and instruments (such as reference interest rates, foreign currency interventions and short-term interventions in different areas of financial markets). The central bank reports or, in this case, reports of the European Central Bank (ECB), are issued during the world financial and economic crisis and Eurozone crisis. In the period of extremely low, even zero interest rates, i.e. during and after the world crisis, the ECB interest rate channel is inefficient, and reports as monetary policy instrument are more efficient in relaying information to the financial markets participants on the monetary policy direction. They impact – direct their expectations making the ECB monetary policy more efficient. The aim of this paper was to prove the significance of the ECB reports impact onto financial markets, through quantitative analysis of relevant literature and monetary policy decisions as well as through analysis of empirical research and indicators such as KOF Monetary Policy Communicator of the Swiss Economic Institute (KOF MPC). The research results indicate the ECB reports play an important role in implementation of the ECB contemporary monetary policy, and their influence, even the slightest, is important in directing the expectations and the financial markets participants.

Keywords: reports, ECB, monetary policy, financial markets, indicators

JEL classification: E52, E58