



EUROPSKA SREDIŠNJA BANKA

EUROSUSTAV

Godišnje izvješće

2021.



Sadržaj

Ukratko o protekloj godini	4
Godina u brojkama	6
1. Jačanje gospodarskih izgleda još je zasjenjeno razvojem pandemije	8
1.1. Snažan globalni oporavak od krize s neujednačenim napretkom	8
1.2. Brz oporavak gospodarstva europodručja	12
1.3. Mjere fiskalne politike u izazovnim vremenima	17
1.4. Porast inflacije pod utjecajem različitih učinaka	20
Okvir 1. Činitelji na kojima se zasniva snažan rast inflacije mjerene HIPC-om	26
1.5. Daljnjim odlučnim mjerama politike očuvani su pogodni uvjeti kreditiranja i financiranja	30
2. Monetarna politika: kontinuirana potpora i nova strategija	35
2.1. Odgovor monetarne politike ESB-a nastavio je davati ključnu potporu gospodarstvu i inflacijskim izgledima	35
2.2. Kontinuirani rast bilance Eurosustava uz i nadalje prisutne izazove	42
2.3. Financijski rizici povezani s APP-om i PEPP-om	47
2.4. Nova strategija monetarne politike ESB-a	52
Okvir 2. Akcijski plan ESB-a za klimatske promjene	58
Okvir 3. Inovacije u komunikaciji o monetarnoj politici	59
3. Europski financijski sektor: oporavak u 2021. smanjuje kratkoročne rizike, ali ranjivosti rastu	62
3.1. Okružje financijske stabilnosti u 2021.	62
3.2. Makrobonitetna politika: osiguravanje neometane ponude kredita i obuzdavanje rasta ranjivosti	65
Okvir 4. Zaštitni slojevi kapitala banaka i kreditiranje nefinancijskih društava tijekom pandemije	69
Okvir 5. Makrobonitetni pristup za nebankarski financijski sektor	71

3.3.	Mikrobonitetne aktivnosti za osiguranje stabilnosti pojedinih banaka	73
3.4.	Doprinos ESB-a inicijativama europske politike	75
4.	Neometano funkcioniranje tržišne infrastrukture i plaćanja	80
4.1.	Usluge sustava TARGET	80
Okvir 6.	Mjere poduzete kao odgovor na incidente povezane s uslugama sustava TARGET	82
4.2.	Nadzor i uloga središnje emisijske banke	83
4.3.	Inovacije i integracija u tržišnu infrastrukturu i plaćanja	85
Okvir 7.	Istraživanje mogućeg uvođenja digitalnog eura	86
5.	Napori pri podršci funkcioniranju tržišta i financijske usluge pružene drugim institucijama	88
5.1.	Kretanja tržišnih operacija	88
5.2.	Upravljanje operacijama zaduživanja i kreditiranja u EU-u	92
5.3.	Usluge upravljanja pričuvcama Eurosustava	93
6.	Visoka potražnja za gotovinom i nadalje niska razina krivotvorenja	94
6.1.	Euronovčanice u optjecaju	94
6.2.	Praktičnost svakodnevnog rukovanja novčanicama	95
6.3.	Krivotvorenje euronovčanica na najnižoj je razini dosad	96
7.	Statistika	98
7.1.	Nova i poboljšana statistika europodručja	98
7.2.	Razvoj eksperimentalnih pokazatelja za davanje podrške politici klimatskih promjena	99
7.3.	Indeksi cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara	100
Okvir 8.	Novo objavljivanje konformnih prosječnih stopa eurske kratkoročne kamatne stope i konformnog indeksa eurske kratkoročne kamatne stope	101
Okvir 9.	Promicanje standardizacije globalnih podataka	102
8.	Istraživačke aktivnosti ESB-a	104
8.1.	Nova istraživačka grupa za klimatske promjene	104

8.2.	Druge istraživačke mreže	105
8.3.	Konferencije i publikacije	107
Okvir 10.	Fiskalna potpora tijekom pandemije – saznanja iz nove ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača	107
9.	Pravni poslovi i obveze	110
9.1.	Nadležnost Suda Europske unije glede ESB-a	110
9.2.	Mišljenja ESB-a i slučajevi neispunjavanja obveza	111
9.3.	Poštivanje zabrane monetarnog financiranja i povlaštenog pristupa	113
10.	ESB u kontekstu EU-a i međunarodnom kontekstu	115
10.1.	ESB-ova odgovornost	115
10.2.	Međunarodni odnosi	116
Okvir 11.	Interakcija s europskim tvorcima politika u vezi s projektom digitalnog eura	117
Okvir 12.	Nova raspodjela posebnih prava vučenja iz perspektive Eurosustava	118
11.	Dobro upravljanje te veća socijalna i okolišna održivost u ESB-u	120
11.1.	Upravljanje održivošću i povezanim utjecajima i rizicima	120
11.2.	Jačanje etike i integriteta	121
11.3.	Povećanje transparentnosti i suradnja s javnošću	123
11.4.	Poticanje otpornosti, osnaživanja i raznolikosti među našim kolegama	126
11.5.	Rješavanje klimatskih promjena i utjecaja na okoliš	130
Okvir 13.	ESB-ov centar za klimatske promjene – organizacija i upravljanje	134
12.	Upoznajte naše zaposlenike	138
	Godišnji financijski izvještaji	142
	Konsolidirana bilanca Eurosustava na dan 31. prosinca 2021.	143

Ukratko o protekloj godini



** Napominjemo da je ovdje riječ o aktivnostima ESB-a u 2021. i da je tekst dovršen prije ruske invazije na Ukrajinu. ESB je spreman učiniti sve što bude potrebno za financijsku stabilnost i održavanje cjenovne stabilnosti, što je njegova osnovna zadaća.**

Oporavak od pandemijske krize u europodručju u 2021. postao je stabilniji. Zabilježen je snažan gospodarski rast: stopa rasta realnog BDP-a iznosila je 5,3 %, premda se rast krajem godine usporio jer su zbog vala zaraze omikron-sojem koronavirusa uvedena nova ograničenja. Oporavak se pokazao blagotvornim i za zaposlenost jer je stopa nezaposlenosti do kraja godine pala na rekordno niske razine.

No brzo ponovno otvaranje gospodarstva nije prošlo posve glatko. Premda je inflacija u europodručju na početku 2021. bila vrlo niska, naglo je porasla zbog ograničenja na strani ponude prouzročenih pandemijom, povećanja globalne potražnje i velikog rasta cijena energije. U 2021. godišnja stopa ukupne inflacije prosječno je iznosila 2,6 %. Za usporedbu, u 2020. ta je stopa prosječno iznosila samo 0,3 %.

ESB je u 2021. okončao preispitivanje strategije monetarne politike. Posuvremenjena strategija primjerena je novim problemima i sadržava hodogram za novu, složenu situaciju u kojoj se nalazimo. Upravno vijeće odredilo je inflacijski cilj kao stopu inflacije od 2 % u srednjoročnom razdoblju, što je jasan i lako razumljiv cilj. Riječ je o simetričnom ciljanju inflacije, što znači da su i viša i niža inflacija jednako nepoželjne. Taj inflacijski cilj ima čvrstu, jednoglasnu podršku Upravnog vijeća.

Upravno vijeće dogovorilo se i o načinu na koji će ESB djelovati u skladu sa svojom opredijeljenošću za simetrično ciljanje inflacije. Kada se gospodarstvo približi efektivnoj donjoj granici ključnih kamatnih stopa, potrebne su osobito snažne i dugotrajne mjere monetarne politike kako bi se spriječilo trajno zadržavanje negativnih odstupanja od inflacijskog cilja. U skladu s novom strategijom prilagođene su smjernice buduće monetarne politike povezane s kamatnim stopama i njome smo se vodili u odgovoru monetarne politike na gospodarska kretanja u drugom dijelu godine.

Dok je oporavak još bio nesiguran, a inflacija slaba, naša je monetarna politika pružala obilnu potporu kako bi se inflacija ponovno približila našem cilju. Kada se inflacija povećala, ostali smo strpljivi i zadržali smjer politike kako je ne bismo prerano pooštrili zbog šokova na strani ponude. Prilagođavali smo dinamiku neto kupnja vrijednosnih papira u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *pandemic emergency purchase programme*, PEPP) u skladu s promjenama izgleda i procjenama uvjeta financiranja.

Do prosinca Upravno je vijeće ocijenilo da napredak u gospodarskom oporavku i približavanju srednjoročnom inflacijskom cilju omogućuje postupno slabljenje

dinamike kupnje vrijednosnih papira u sljedećim tromjesečjima. Najavilo je da će se neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a prekinuti u ožujku 2022. i da će se postupno smanjivati opseg drugih programa kupnje vrijednosnih papira.

U sklopu preispitivanja strategije monetarne politike ESB je objavio ambiciozan akcijski plan povezan s klimatskim promjenama s detaljnim hodogramom uključivanja pitanja klimatskih promjena u okvir monetarne politike. Među ostalim, riječ je o nastojanjima da u makroekonomskom modeliranju na najbolji način uzmemo u obzir utjecaj klimatskih promjena i da razvijemo nove pokazatelje za potrebe analize klimatskog rizika. ESB-ov centar za klimatske promjene, koji je otvoren 2021., imat će važnu ulogu u koordiniranju povezanih unutarnjih aktivnosti. Godišnje izvješće sadržava posebno poglavlje u kojemu možete pročitati sve o ESB-ovim aktivnostima i inicijativama povezanim s održivošću.

Među važnim su promjenama i one u komunikaciji. U srpnju je Upravno vijeće uvelo izjavu o monetarnoj politici, koja je drukčiji, jednostavniji prikaz odluka Upravnog vijeća o monetarnoj politici. Izjava o monetarnoj politici dostupna je i u vizualnoj inačici, „Ukratko o našoj izjavi o monetarnoj politici“, koja je namijenjena široj javnosti. U njoj se ESB-ove odluke objašnjavaju jednostavnim jezikom i pristupačnim vizualnim prikazima. Dostupna je na svim službenim jezicima EU-a.

Euro je popularan: 79 % sudionika ankete Eurobarometra provedene u lipnju i srpnju 2021. u europodručju pozitivno je ocijenilo jedinstvenu valutu. No euro mora biti spreman za digitalno doba. Stoga je Upravno vijeće u 2021. započelo dvogodišnju fazu istraživanja projekta mogućeg uvođenja digitalnog eura. Istodobno će gotovina i nadalje imati važnu ulogu u životima građana. U prosincu je ESB objavio da namjerava redizajnirati euronovčanice. U postupku će se prikupljati mišljenja građana, a odabir dizajna trebao bi biti završen 2024.

Dakle, euru sljedećih godina slijede promjene. No jedno se neće ni najmanje promijeniti: ESB-ova predanost jedinstvenoj valuti i cjenovnoj stabilnosti.

Frankfurt na Majni, travanj 2022.

Christine Lagarde

predsjednica

Godina u brojkama



Gospodarstvo se oporavilo.

+5,3 %

Nakon snažnog pada uzrokovanog pandemijom u 2020., realni BDP europodručja porastao je za 5,3 % u 2021. usporedno s poboljšavanjem pandemijske situacije i postupnim ublažavanjem ograničenja.



Bankovno kreditiranje poduzeća smanjilo se u odnosu na najviše razine tijekom pandemije.

+4,3 %

Godišnja stopa rasta bankovnih kredita poduzećima smanjila se sa 7,1 % u prvoj godini pandemije na 4,3% u 2021. Udio poduzeća koja su naišla na prepreke u dobivanju kredita smanjio se na razine zabilježene prije izbijanja pandemije.



Inflacija je snažno porasla s najnižih razina tijekom pandemije.

2,6 %

Inflacija u europodručju povećala se s 0,3 % u 2020. na prosječno 2,6 % u 2021. Taj porast posebno je odražavao snažan rast cijena energije, potražnju koja je premašivala ograničenu ponudu u nekim sektorima i neke tehničke činitelje, kao što je ukidanje smanjenja stope PDV-a u Njemačkoj.



ESB je uveo simetričan inflacijski cilj od 2 %.

2 %

Nakon što je preispitao svoju strategiju, ESB je preoblikovao svoj cilj stabilnosti cijena u simetričan inflacijski cilj od 2 % u srednjoročnom razdoblju.



Kratkoročni rizici za financijsku stabilnost smanjili su se, ali su u sljedećem razdoblju stvorene određene ranjivosti, među ostalim, i na tržištima nekretnina.

+9 %

Oporavak gospodarskih uvjeta podupirao je bilance poduzeća i financijskih institucija kao i sprječavanje rizika tržišne fragmentacije. Istodobno su porasle određene ranjivosti financijske stabilnosti u srednjoročnom razdoblju, među ostalim, i na tržištima nekretnina. Rast cijena stambenih nekretnina dosegno je godišnju stopu od 9 % u rujnu 2021., standardi kreditiranja ublaženi su, a visoke razine zaduženosti kućanstava dodatno su porasle.



Sustavom TARGET2 namireno je više plaćanja u eurima.

+8,25 %

U 2021. sustavom TARGET2, vodećem europskom sustavu za plaćanja velike vrijednosti u novcu središnje banke, prosječno je namireno 373 467 transakcija dnevno s prosječnom dnevnom vrijednošću od 1,87 bil. EUR. To je za 8,25 % više dnevnog iznosa plaćanja nego u 2020.



Digitalna komunikacija ESB-a proširena je.

+15 %

Broj pratitelja na ESB-ovim kanalima na društvenim mrežama povećao se za 15 % u 2021.



Strategija održivoga i odgovornoga ulaganja u portfeljima ESB-a koji se ne drže za potrebe monetarne politike

7,6 %

Udio zelenih vrijednosnih papira u portfelju vlastitih sredstava ESB-a u 2021. udvostručio se, na 7,6 %. U mirovinskom fondu za zaposlenike ESB-a referentne vrijednosti za vlasničke vrijednosne papire i korporativne obveznice zamijenjene su niskougljičnim ekvivalentima, čime je znatno smanjen njegov ugljični otisak.

1. Jačanje gospodarskih izgleda još je zasjenjeno razvojem pandemije

Globalno gospodarstvo doživjelo je snažan oporavak u 2021., ponajprije zbog ponovnog otvaranja gospodarstava u uvjetima rastućih stopa cijepljenja protiv bolesti COVID-19 te snažne i pravodobne potpore politike. Međutim, oporavak je bio donekle neujednačen među razvijenim gospodarstvima i zemljama s tržištima u nastajanju. Globalna inflacija porasla je, uglavnom zbog naglog rasta cijena energije i potražnje koja je premašivala ponudu u nekim sektorima zbog nepovoljnih utjecaja činitelja povezanih s pandemijom i drugih uskih grla na strani ponude i prijevoza. U europodručju se rast realnog BDP-a snažno oporavio u 2021., nakon što je u prethodnoj godini zabilježen najveći pad. Ovaj oporavak, koji je doveo i do poboljšanja na tržištima rada, bio je potpomognut pravodobnim i odlučnim mjerama monetarne i fiskalne politike. Unatoč tome, gospodarska neizvjesnost ostala je na povišenoj razini tijekom godine, a razlika između dvaju najvećih sektora, industrije i usluga, bila je izražena. Početkom godine na rast su utjecale mjere zatvaranja i ograničenja putovanja, što je negativno utjecalo na ponudu i potražnju za uslugama. Kasnije, nakon iznimno snažnog oporavka globalne potražnje, pojava uskih grla na strani ponude i povećani troškovi energije ograničavali su proizvodnju u industrijskom sektoru. Inflacija u europodručju mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) naglo je porasla, s 0,3 % u 2020. na 2,6 % u 2021. U prvih nekoliko mjeseci ostala je na niskim razinama, potom se ubrzala tijekom godine i u prosincu dosegla stopu od 5,0 %. Porast cijena uglavnom je odražavao snažan i sveobuhvatan rast cijena energije, neravnoteže između potražnje i ponude nakon ponovnog otvaranja gospodarstava i tehničke činitelje, kao što je ukidanje privremenog smanjenja stope PDV-a u Njemačkoj. Očekivalo se da će inflacija nakon 2021. i nadalje biti visoka u kratkoročnom razdoblju, ali da će se smanjivati tijekom 2022. Međutim, ruska invazija na Ukrajinu znatno je povećala neizvjesnost glede inflacijskih izgleda.

1.1. Snažan globalni oporavak od krize s neujednačenim napretkom

Uz rastuće stope cijepljenja i pravodobnu potporu politike, globalno gospodarstvo doživjelo je snažan, premda neujednačen, oporavak.

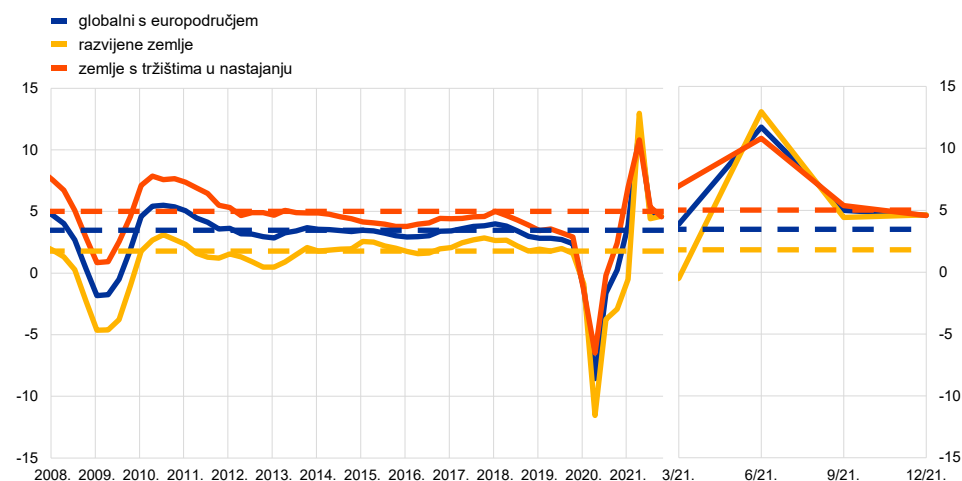
Globalno gospodarstvo doživjelo je snažan oporavak od krize u 2021., ali je ostvareni napredak bio neujednačen (vidi Grafikon 1.1.). Globalni realni BDP, koji je u 2020. zabilježio godišnji pad od 3,1 %, u 2021. porastao je za 6,2 % unatoč novim valovima pandemije. Ponovno otvaranje gospodarstava, rastuće stope cijepljenja protiv bolesti COVID-19 i pravodobna potpora politike bili su glavni pokretači jačanja gospodarske aktivnosti, a uska grla na strani globalne ponude negativno su utjecala na rast. Iako je oporavak bio globalan, razlikovao se među zemljama. Bio je naglašeniji u razvijenim gospodarstvima, a umjereniji u većini zemalja s tržištima u nastajanju, koje su imale manju količinu cjepiva i manje sposobnosti za poduzimanje mjera potpore politike. Usto, zamah globalnoga gospodarskog rasta usporio se

krajem godine, uglavnom zbog novog vala zaraze i obnovljenih ograničenja te dugotrajnih uskih grla na strani ponude.

Grafikon 1.1.

Rast globalnoga realnog BDP-a

(godišnje promjene u postotcima, tromjesečni podatci)



Izvori: Haver Analytics, nacionalni izvori i izračun ESB-a

Napomene: Agregati se izračunavaju pomoću BDP-a prilagođenog primjenom pondera pariteta kupovne moći. Pune linije označuju podatke i obuhvaćaju razdoblje do četvrtog tromjesečja 2021. Isprekidane linije označuju dugoročni prosjek (između prvog tromjesečja 1999. i četvrtog tromjesečja 2021.). Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021., a posuvremenjeni su 28. veljače 2022.

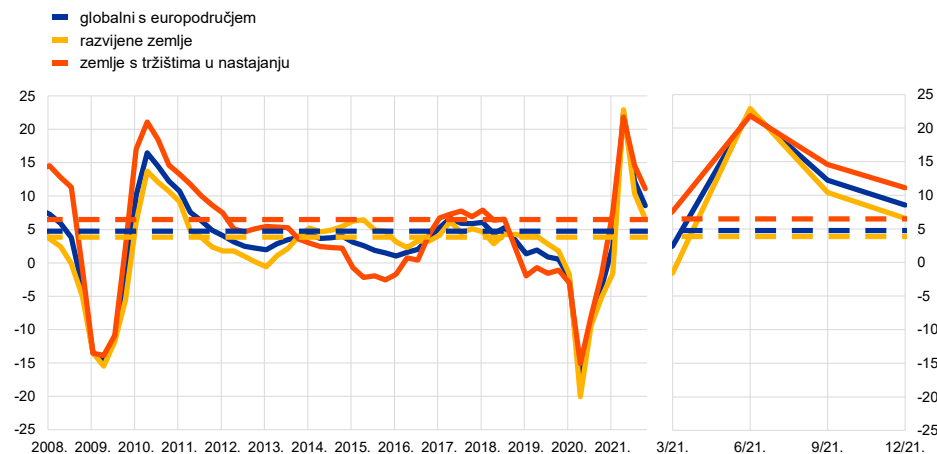
Globalna se trgovina također snažno oporavila, ponajprije pod utjecajem robne razmjene.

Globalna trgovina također se snažno oporavila, ali uz slabljenje zamaha rasta u drugom polugodištu 2021. (vidi Grafikon 1.2.). Snažno jačanje globalne potražnje ponajprije je započelo kod potrošnje, uglavnom robe, a ne usluga (npr. putovanja i turizma), koje su se suočile s više ograničenja. U drugom je polugodištu robna razmjena premašila pretkriznu razinu, iako se njezin rast usporio u uvjetima dugotrajnih uskih grla na strani ponude. Trgovina uslugama koje zahtijevaju blizak fizički kontakt polagano se oporavljala, u skladu s postupnim tempom ublažavanja ograničenja i u 2021. je ostala ispod razine zabilježene prije pandemije.

Grafikon 1.2.

Rast globalne trgovine (obujam uvoza)

(godišnje promjene u postotcima, tromjesečni podatci)



Izvori: Haver Analytics, nacionalni izvori i izračun ESB-a

Napomene: Rast globalne trgovine definira se kao rast globalnog uvoza, uključujući europodručje. Pune linije označuju podatke i obuhvaćaju razdoblje do četvrtog tromjesečja 2021. Isprekidane linije označuju dugoročni prosjek (između četvrtog tromjesečja 1999. i četvrtog tromjesečja 2021.). Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021., a posuvremenjeni su 28. veljače 2022.

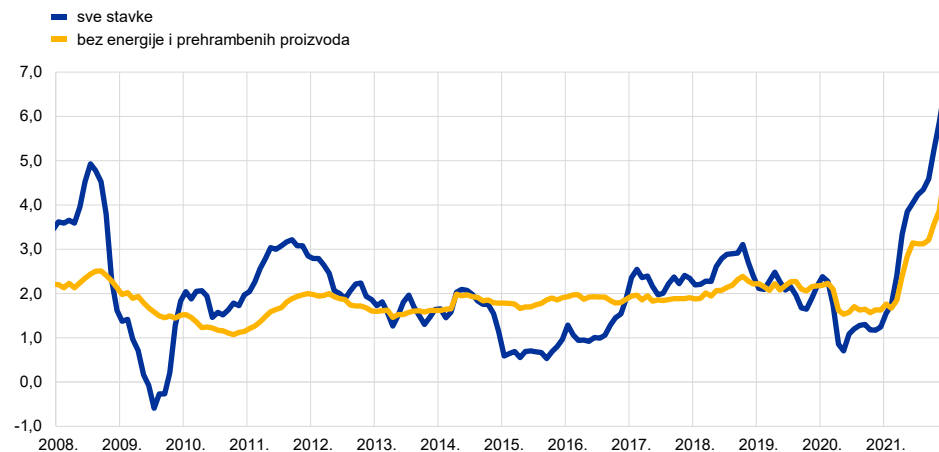
Globalna inflacija znatno je porasla jer se potražnja oporavljala u uvjetima uskih grla na strani ponude i viših cijena sirovina.

Globalna inflacija znatno je porasla u 2021. i u smislu ukupne inflacije i u smislu mjera inflacije bez prehrambenih proizvoda i energije (vidi Grafikon 1.3.). U zemljama članicama Organizacije za gospodarsku suradnju i razvoj (OECD) ukupna inflacija porasla je na 6,6 %, a inflacija bez energije i prehrambenih proizvoda povećala se na 4,6 %. U većini je zemalja to povećanje uglavnom odražavalo više cijene energije i ostalih sirovina zbog neusklađenosti između ograničene ponude povezane s pandemijom i snažnog oporavka potražnje. U Sjedinjenim Američkim Državama, gdje je realni BDP dosegnuo svoju pretkriznu razinu u drugom tromjesečju 2021., inflacijski pritisci osobito su se snažno intenzivirali i proširili krajem godine. Inflacijski pritisci također su postali sveobuhvatniji u nekim zemljama s tržištima u nastajanju.

Grafikon 1.3.

Stope inflacije potrošačkih cijena na području OECD-a

(godišnje promjene u postotcima, mjesečni podatci)



Izvor: OECD

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021., a posuvremenjeni su 28. veljače 2022.

Cijene nafte porasle su zbog oporavka potražnje i ograničenja na strani ponude.

U 2021. cijene nafte porasle su s najniže razine tijekom pandemije od oko 10 USD po barelu na čak 86 USD po barelu, pa je cijena međunarodne referentne sirove nafte tipa Brent iznosila 79 USD po barelu na kraju godine. S gospodarskim oporavkom potražnja za naftom porasla je prema razinama iz razdoblja prije pandemije. U drugoj polovini 2021. visoke cijene plina također su prouzročile zamjenu plina drugim izvorima energije, uključujući naftu. Istodobno je ponuda nafte zaostajala za potražnjom, djelomično zbog ograničenja kapaciteta u američkoj industriji proizvodnje nafte iz škrljevca i relativno umjerenog povećanja proizvodnje u zemljama OPEC-a i zemljama izvan OPEC-a.

Euro je oslabio u odnosu na američki dolar zbog različite monetarne politike u europodručju i u Sjedinjenim Američkim Državama.

Nominalni efektivni tečaj eura oslabio je za 3,6 % tijekom 2021. Bilateralni tečaj eura bio je uglavnom pod utjecajem slabljenja eura u odnosu na američki dolar za 7,7 %, što je prije svega odražavalo različita kretanja monetarne politike u Sjedinjenim Američkim Državama i europodručju. Euro je također oslabio u odnosu na funtu sterlinga, a ojačao je u odnosu na japanski jen.

Rizici za globalnu gospodarsku aktivnost bili su negativni.

Krajem 2021., izgledi za globalni rast ostali su zasjenjeni neizvjesnim razvojem pandemije u uvjetima neujednačenog napretka u globalnom cijepljenju. Pojava omikron-soja koronavirusa, novo razbuktavanje zaraze i ponovno pooštavanje mjera za sprječavanje širenja zaraze kao i mogućnost dugotrajnijih uskih grla na strani ponude predstavljali su rizike za dinamiku globalnoga gospodarskog oporavka.

1.2. Brz oporavak gospodarstva europodručja¹



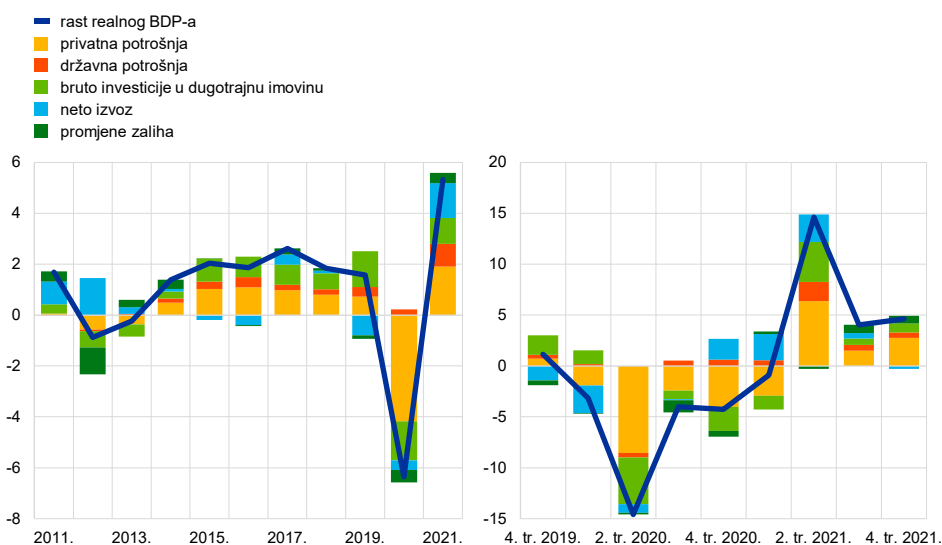
Gospodarstvo se oporavljalo u 2021. usporedno s poboljšavanjem pandemijske situacije i postupnim ublažavanjem ograničenja.

Nakon što je u 2020. zabilježio dosad najveći pad, od 6,4 %, realni BDP europodručja porastao je za 5,3 % u 2021. (vidi Grafikon 1.4.). Dinamika rasta tijekom godine i nadalje je bila pod velikim utjecajem pandemije bolesti COVID-19 kao i povišene, premda sve manje, ekonomske neizvjesnosti. U prvom tromjesečju na rast su još utjecale mjere zatvaranja i ograničenja putovanja, što je osobito nepovoljno utjecalo na potrošnju usluga. Oporavak je započeo u industrijskom sektoru, koji je općenito zabilježio visoke stope rasta. Kako su se u drugom i trećem tromjesečju gospodarstva počela ponovo otvarati, a ograničenja su bila ublažena, sektor usluga počeo je hvatati korak, što je utrlo put sveobuhvatnijem oporavku. Međutim, iznimno snažan oporavak globalne potražnje u drugoj polovini godine prouzročio je neusklađenosti između ponude i potražnje na različitim tržištima. Među ostalim, to je dovelo do naglog rasta troškova energije, što je, zajedno s određenim ponovnim intenziviranjem pandemije, smanjilo snagu oporavka i pojačalo inflacijske pritiske.

Grafikon 1.4.

Realni BDP i doprinosi potražnje u europodručju

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvor: Eurostat

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 2021. (lijevi panel) i četvrto tromjesečje 2021. (desni panel).

Premda su ta kretanja bila zabilježena u svim državama europodručja, opseg oporavka od pandemije bio je donekle neujednačen među zemljama. To ponajprije odražava činjenicu da se razvoj pandemije razlikovao među zemljama, ali i razlike u gospodarskoj strukturi, kao što su izloženost globalnim opskrbnim lancima i važnost sektora u kojima je prisutan blizak fizički kontakt, poput turizma. Do kraja 2021. proizvodnja u europodručju bila je za 0,2 % viša nego u posljednjem tromjesečju 2019. (vidi Grafikon 1.5.). Ipak, temeljna kretanja bila su različita među

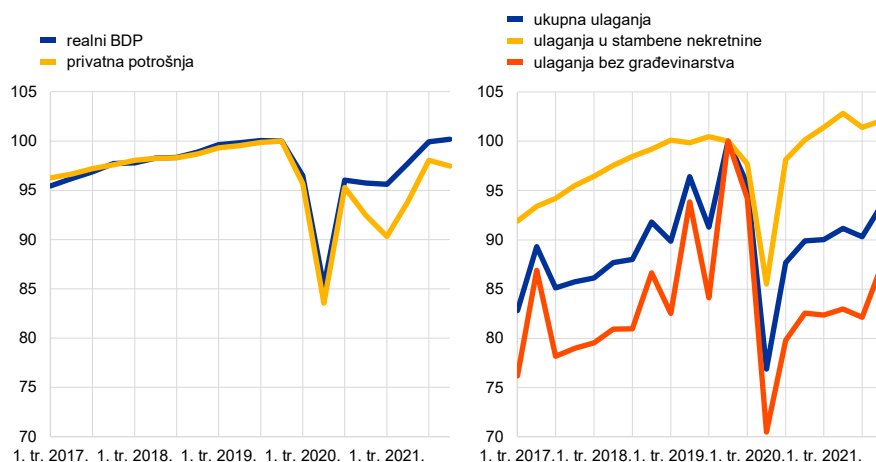
¹ Odjeljak 1.2. odražava podatke iz Eurostatove procjene nacionalnih računa objavljene 8. ožujka 2022.

zemljama tijekom cijele godine, pa je među najvećim gospodarstvima europodručja do kraja godine samo Francuska premašila razinu proizvodnje prije pandemije.

Grafikon 1.5.

Realni BDP, privatna potrošnja i ulaganja u europodručju

(indeks: 4. tr. 2019. = 100)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2021. U posljednjem tromjesečju 2021. ukupna ulaganja i ulaganja izvan građevinarstva bila su 6,5 % odnosno 12,7 % ispod razina zabilježenih prije pandemije (četvrto tromjesečje 2019.). Međutim, ako se isključe podatci za Irsku, ti su podatci krajem 2021. bili 1,1 % odnosno 0,5 % iznad razina prije pandemije. Te znatne razlike mogu se pripisati velikim multinacionalnim poduzećima kojim je Irska baza za poslovanje, što dovodi do znatnih promjena u ulaganjima u proizvode intelektualnog vlasništva.

Oporavak gospodarskog rasta europodručja u 2021. bio je potpomognut pravodobnim i odlučnim ekspanzivnim monetarnim i fiskalnim politikama. Neke mjere pridonijele su i prilagodbi gospodarstva strukturnim promjenama koje je izazvala pandemija, a koje su još u tijeku. ESB je u 2021. nastavio osiguravati znatnu potporu monetarne politike kako bi se ublažio negativan učinak pandemije. Akomodativna monetarna politika, uključujući uvjete izdašne likvidnosti, osiguravala je priljev kredita u realno gospodarstvo. Kada je riječ o fiskalnim politikama, vlade europodručja nastavile su u 2021. pružati znatnu proračunsku potporu za ublažavanje učinaka krize putem programa skraćenoga radnog vremena, veće potrošnje povezane sa zdravstvom, drugih oblika potpore poduzećima i kućanstvima te znatnih iznosa jamstava za kredite. Na razini EU-a započela je provedba programa Next Generation EU te je donesen paket Fit for 55 kako bi se dao doprinos snažnijem, zelenijem i ujednačenijem oporavku u državama europodručja.

Privatna potrošnja bila je glavni pokretač oporavka u europodručju u 2021.

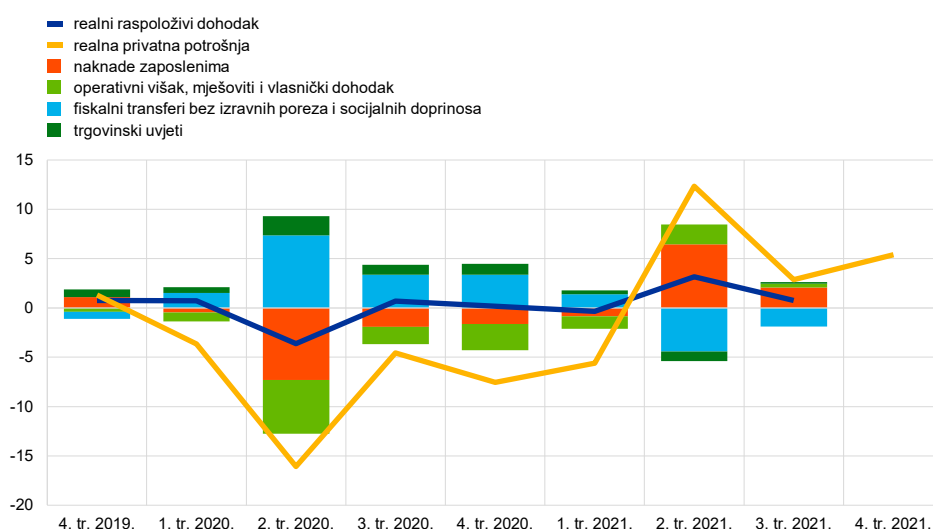
Privatna potrošnja povećala se za 3,5 % u 2021., a posebno snažno je porasla u drugom i trećem tromjesečju, uglavnom zbog ublažavanja ograničenja povezanih s bolešću COVID-19. Pouzdanje potrošača brzo je jačalo od proljeća nadalje zbog porasta stopa cijepljenja i smanjenja straha od zaraze, dok se financijska situacija kućanstava poboljšala, uglavnom zbog pozitivnih kretanja dohotka od rada (vidi Grafikon 1.6.). Državna potpora raspoloživom dohotku kućanstava postupno je povučena. Doprinosi neto fiskalnih transfera rastu realnoga raspoloživog dohotka postao je negativan tijekom 2021. zbog smanjenja broja osoba obuhvaćenih programima za očuvanje radnih mjesta i drugim fiskalnim potporama. Potaknut snažnim rastom plaća i zaposlenosti, dohodak od rada, koji je obično povezan s većom sklonošću potrošnji od ostalih izvora dohotka, najviše je pridonio rastu

realnoga raspoloživog dohotka u 2021. Rast realnoga raspoloživog dohotka također je bio poduprt operativnim viškom te mješovitim i vlasničkim dohotkom, čiji je doprinos postao pozitivan tijekom godine, dok su na njega nepovoljno djelovala negativna kretanja trgovinskih uvjeta. Nakon skoka prouzročenog pandemijom u 2020. stopa štednje stanovništva smanjila se u 2021., ali je i nadalje bila iznad razine prije izbijanja pandemije zbog mjera za sprječavanje širenja zaraze koje su još bile na snazi tijekom godine i ustrajne neizvjesnosti. To znači da je privatna potrošnja krajem 2021. ostala ispod razine zabilježene prije pandemije, unatoč snažnom rastu.

Grafikon 1.6.

Privatna potrošnja u europodručju i raščlamba raspoloživog dohotka kućanstava

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvor: Eurostat

Napomena: Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2021. za raspoloživi dohodak i doprinose i četvrto tromjesečje 2021. za privatnu potrošnju.

Započeti oporavak poslovnih ulaganja i ulaganja u stambene nekretnine usporen je zbog uskih grla na strani ponude.

Poslovna ulaganja (aproksimirana ulaganjima izvan građevinarstva) dobila su zamah u prvoj polovini 2021. usporedno s popuštanjem mjera za sprječavanje širenja pandemije i ponovnim otvaranjem gospodarstva u okružju i nadalje povoljnih uvjeta financiranja. Međutim, uska grla na strani ponude – vidljiva u sve duljem vremenu isporuke i većim cijenama ulaznih proizvoda – negativno su utjecala na oporavak od sredine godine nadalje, što je otežavalo poslovna ulaganja. Nadalje, porast cijena energije i ponovno razbuktavanje pandemije krajem godine dodatno su nepovoljno djelovali na poslovna ulaganja. Poslovna ulaganja ponovo su dobila zamah krajem 2021., ali su ostala znatno ispod razine zabilježene u posljednjem tromjesečju 2019. (vidi Grafikon 1.5.). Nasuprot tome, ulaganja u stambenu izgradnju (ili stambene nekretnine) u četvrtom su tromjesečju 2020. već premašila pretkriznu razinu. U sljedećim tromjesečjima manjak materijala i radnika negativno se odrazio na profitabilnost građevinske djelatnosti. Ipak, povoljni uvjeti financiranja i mjere za podupiranje dohotka te visoka razina akumulirane štednje podržavali su potražnju za stambenim nekretninama. Krajem 2021. ulaganja u stambenu izgradnju bila su znatno iznad pretkrizne razine.

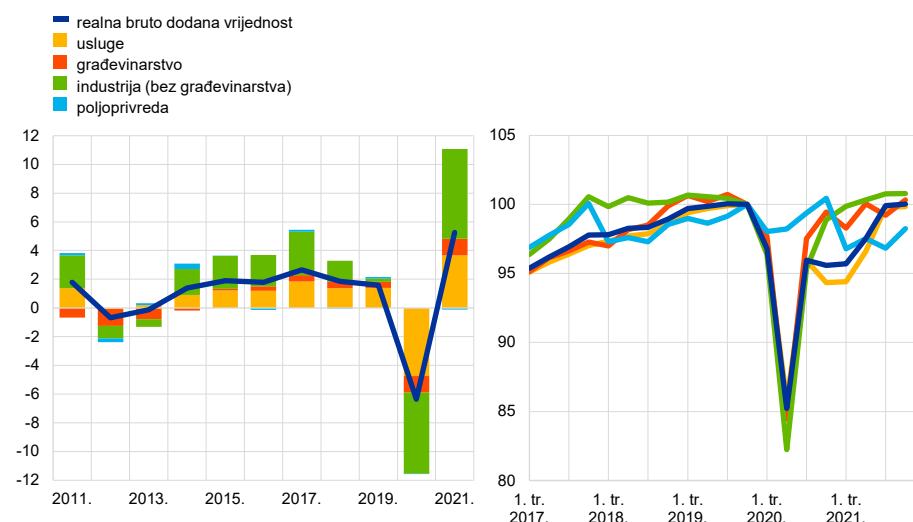
Trgovina europodručja dosegla je svoje razine prije pandemije krajem 2021., a neto trgovina pozitivno je pridonijela godišnjem rastu BDP-a. Na strani uvoza snažan rast potaknut ciklusom obnavljanja zaliha bio je ograničen snažnom dinamikom cijena, ponajprije zbog velikog rasta uvoznih cijena energije. Izvoz, koji je krajem 2020. zabilježio snažan rast predvođen prerađivačkom industrijom, bio je obilježen oporavkom koji se odvijao u dvije brzine. Na strani robe zamah je bio umjereniji od drugog tromjesečja nadalje jer su uska grla na strani ponude i prijevoza pogodila ključne izvozne industrije, dok je na izvoz usluga povoljno utjecalo ponovno otvaranje djelatnosti u kojima je prisutan blizak fizički kontakt, poput turizma. Do kraja četvrtog tromjesečja 2021. i uvoz i izvoz premašili su pretkrizne razine.

Rast proizvodnje u 2021. i nadalje je bio neujednačen među sektorima (vidi Grafikon 1.7). Industrija i usluge pozitivno su utjecali na rast; međutim, industrija je najviše pridonijela povećanju realne bruto dodane vrijednosti.

Grafikon 1.7.

Realna bruto dodana vrijednost europodručja prema ekonomskoj aktivnosti

(lijevi panel: godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima, desni panel: indeks: 4. tr. 2019. = 100)



Izvor: Eurostat

Napomena: Posljednji podatci odnose se na 2021. (lijevi panel) i četvrto tromjesečje 2021. (desni panel).

Tržište rada nastavilo se oporavljati, ali je i nadalje bilo slabije nego prije pandemije.

Tržište rada zabilježilo je znatan oporavak zajedno s oporavkom aktivnosti u europodručju, ali je i nadalje bilo slabije nego prije pandemije. Stopa nezaposlenosti postupno se smanjivala, s 8,2 % u siječnju 2021. na 7,0 % u prosincu, što je bilo ispod pretkrizne razine (vidi Grafikon 1.8.).² Nadalje, iako su programi za očuvanje radnih mjesta još imali važnu ulogu u ograničavanju otpuštanja radnika te su time pomogli očuvanju ljudskoga kapitala, korištenje tih programa smanjilo se.³ Međutim, ostali pokazatelji tržišta rada i nadalje su bili slabiji od onih zabilježenih prije izbijanja pandemije. Odrađenih sati u četvrtom tromjesečju 2021. bilo je 1,8 % manje nego u posljednjem tromjesečju 2019., a stopa participacije radne snage u trećem

² Te podatke treba tumačiti s određenim oprezom jer bi revizije mogle biti veće od uobičajenih zbog kontinuirane provedbe promjena u anketi o radnoj snazi u EU-u.

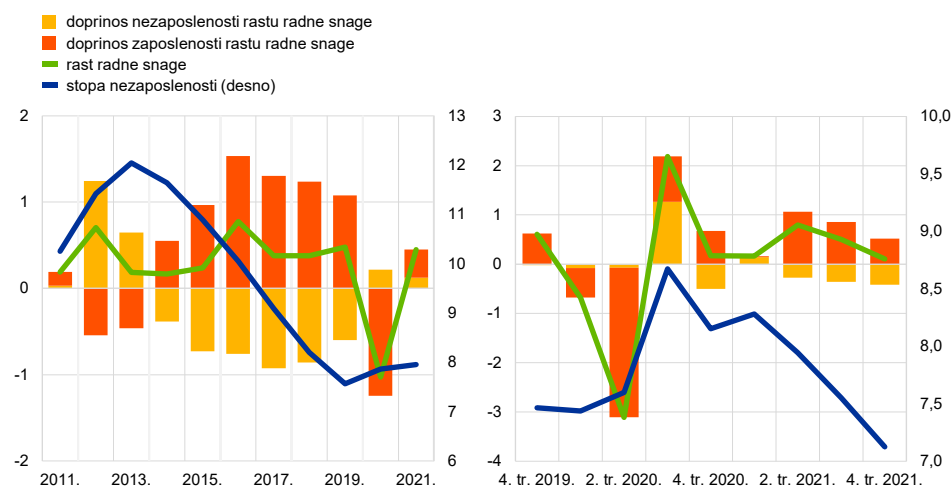
³ Broj osoba obuhvaćenih programima za očuvanje radnih mjesta smanjio se na oko 1,4 % radne snage u prosincu 2021. u usporedbi sa 6,6 % u siječnju 2021. i najvišom razinom od 19,8 % u travnju 2020.

tromjesečju 2021. bila je za oko 0,2 postotna boda niža (što je smanjenje od oko 0,4 milijuna radnika) (vidi Grafikon 1.9.). Slabiji rast radne snage djelomično se može objasniti prigušenim neto useljavanjem u europodručju. Kontinuirana prilagodba na tržištu rada razlikovala se među skupinama radnika, djelomično zbog toga što su neki sektori bili više pogođeni mjerama za sprječavanje širenja zaraze i dobrovoljnim ograničavanjem fizičkih kontakata. U trećem tromjesečju 2021. radna snaga smanjila se za oko 4,2 % u odnosu na razdoblje prije pandemije kod osoba s niskom razinom vještina i 1,7 % kod osoba sa srednjom razinom vještina, dok je kod osoba s visokom razinom vještina porasla za oko 6,8 %.⁴

Grafikon 1.8.

Nezaposlenost i radna snaga

(lijevo: tromjesečne promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima, desno: postotci radne snage)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

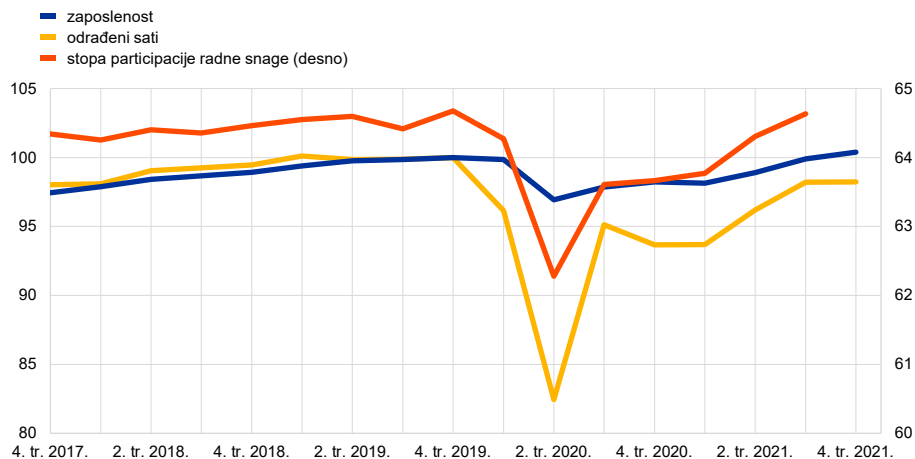
Napomena: Posljednji podatci odnose se na 2021. (lijevi panel) i četvrto tromjesečje 2021. (desni panel), koji se zasnivaju na implicitnim mjesečnim podatcima.

⁴ S obzirom na to da službeni dostupni podatci na razini vještina nisu sezonski prilagođeni, ovdje se za potrebe usporedbe treće tromjesečje 2019. uzima kao razdoblje prije izbijanja pandemije.

Grafikon 1.9.

Zaposlenost, odrađeni sati i stopa participacije radne snage

(lijevo: indeks: 4. tr. 2019. = 100, desno: postotci radno sposobnog stanovništva)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomena: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2021. za zaposlenost i odrađene sate i na treće tromjesečje 2021. za stopu participacije radne snage.

Stope slobodnih radnih mjesta porasle su, a rast zaposlenosti također je bio snažan.

Povećane stope slobodnih radnih mjesta, koje su isprva bile ograničene uglavnom na sektore koji su se ponovo otvorili nakon ukidanja mjera zatvaranja, proširile su se na druge sektore kako je oporavak gospodarske aktivnosti bio napredovao. Rast zaposlenosti ojačao je u drugom i trećem tromjesečju 2021. te je, unatoč nekim nepovoljnim utjecajima uskih grla na strani ponude u sektoru prerađivačke industrije, ostao snažan i sveobuhvatan u četvrtom tromjesečju. Time se zaposlenost približila razinama iz razdoblja prije pandemije u sektorima industrije, građevinarstva te u sektorima usluga u kojima je fizički kontakt manje prisutan. Razine zaposlenosti u sektorima koji zahtijevaju fizički kontakt i nadalje su bile relativno niske u usporedbi s razinama prije pandemije.

1.3.

Mjere fiskalne politike u izazovnim vremenima

Učinci pandemije ponovo su ponajviše utjecali na javne financije.

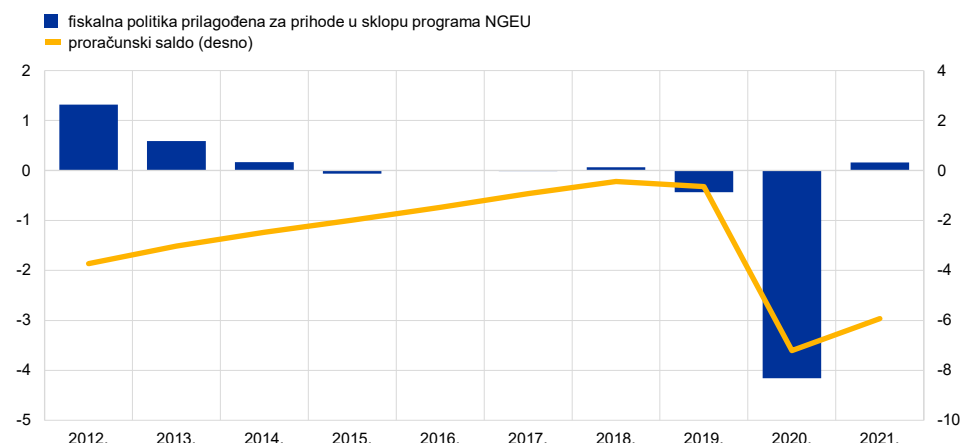
U 2021. učinci pandemije bolesti COVID-19 drugu su godinu zaredom ponajviše utjecali na javne financije u europodručju. Posebice u prvoj polovini godine vlade su uvele dodatnu veliku potporu kao odgovor na nove valove pandemije i potrebu da se podupre gospodarski oporavak. Ipak, prema makroekonomskim projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca 2021. udio proračunskog manjka opće države u europodručju smanjio se (vidi Grafikon 1.10.) sa 7,2 % BDP-a u 2020. na 5,9 % BDP-a u 2021. zahvaljujući snažnom poboljšanju gospodarske aktivnosti. Nastavak visokih razina fiskalne potpore u 2021. odražavao se i u fiskalnoj politici prilagođenoj

za bespovratna sredstva u sklopu programa Next Generation EU (NGEU)⁵, koja je u 2021. bila uglavnom neutralna, nakon što je u 2020. bila izrazito ekspanzivna.

Grafikon 1.10.

Saldo opće države i fiskalna politika u europodručju

(postotci BDP-a)



Izvori: Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2021., i izračun ESB-a

Napomena: Mjera fiskalne politike uzima u obzir rashode koji se financiraju iz instrumenta za oporavak i otpornost u okviru NGEU-a i ostalih strukturnih fondova EU-a (vidi bilješku).

Krizne i poticajne mjere malo su ojačale jer su transferi poduzećima rasli, ali su smanjeni programi skraćenoga radnog vremena.

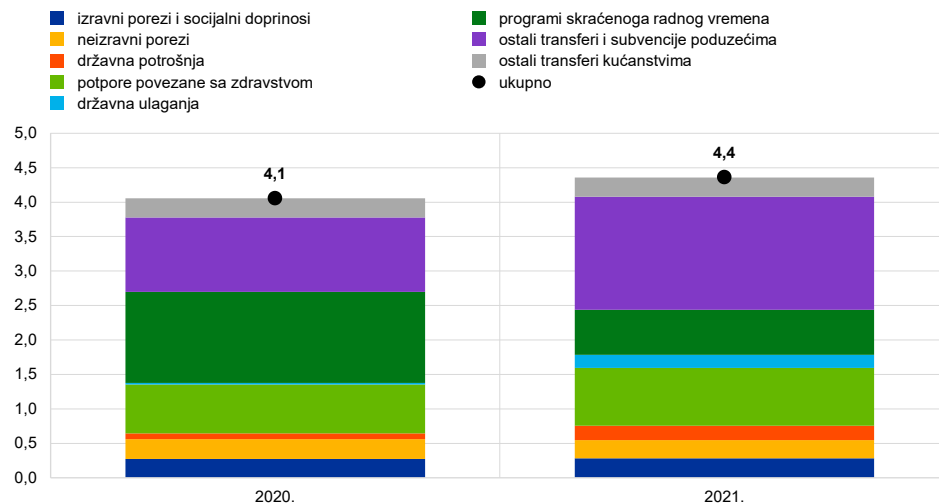
Izražene kao udio u BDP-u, mjere povezane s krizom i poticanjem oporavka u europodručju porasle su s 4,1 % u prethodnoj godini na 4,4 % u 2021. (vidi Grafikon 1.11.). Povećanje je bilo posljedica znatno većeg iznosa državnih transfera poduzećima, ali i povećanja potpora povezanih sa zdravstvom te državnih ulaganja. Međutim, ta su povećanja uglavnom neutralizirana smanjenom primjenom programa skraćenoga radnog vremena. Iako su ti programi bili najvažniji instrument državne potpore u 2020., oni su postupno smanjivani u 2021. zbog ublažavanja restriktivnih mjera i početka oporavka tržišta rada u skladu s općim intenziviranjem gospodarske aktivnosti. Zahvaljujući poboljšanju proizvodnje omjer duga i BDP-a europodručja, nakon velikog rasta u prethodnoj godini, neznatno se smanjio, na 97 % u 2021.

⁵ Djelovanje fiskalne politike odražava smjer i veličinu poticaja fiskalnih politika gospodarstvu koji premašuje automatsku reakciju javnih financija na poslovni ciklus. Mjeri se promjenom omjera ciklički prilagođenoga primarnog salda bez utjecaja državne pomoći financijskom sektoru. Budući da veći proračunski prihodi povezani s bespovratnim sredstvima u sklopu programa NGEU iz proračuna EU-a nemaju učinak na smanjenje potražnje, ciklički prilagođen primarni saldo u ovom je kontekstu prilagođen kako bi se isključili ti prihodi. Više informacija o pojmu fiskalne politike u europodručju vidi u članku pod naslovom „The euro area fiscal stance”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2016.

Grafikon 1.11.

Mjere povezane s krizom i poticanjem oporavka u europodručju

(postotci BDP-a)



Izvori: Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje, prosinac 2021., i izračun ESB-a

Napomena: Potpore povezane sa zdravstvom izuzimaju se iz ostalih prikazanih komponenta, što ima najveći utjecaj na državnu potrošnju.

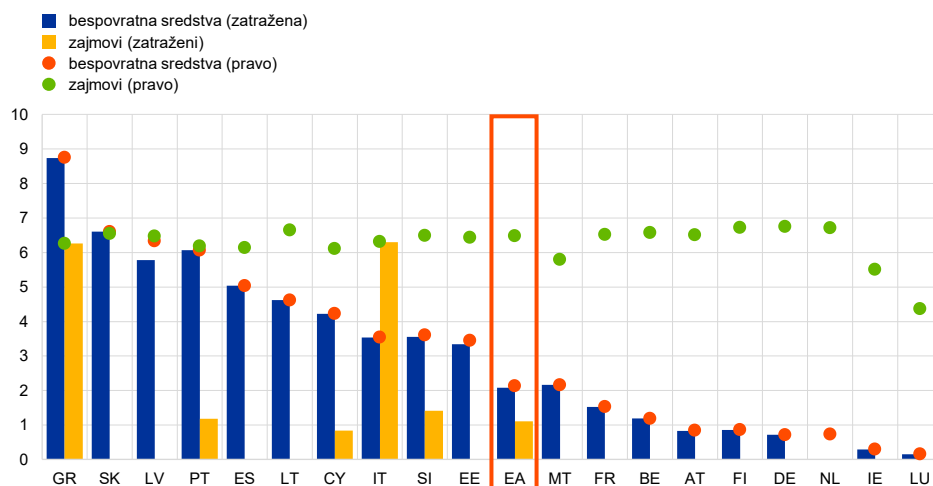
Program Next Generation EU temelj je odgovora Europe na gospodarske izazove pandemije.

Vlade su u posljednje dvije godine odgovarale na fiskalne potrebe ponajprije putem nacionalnih politika, ali sve više i inicijativama na razini EU-a. Temelj zajedničkog odgovora europske politike uspostavljen je u srpnju 2020., kada je EU najavio Next Generation EU (NGEU), program ulaganja i reforme na razini EU-a. NGEU pruža financijsku potporu državama članicama EU-a ovisno o provedbi konkretnih investicijskih i reformskih projekata u razdoblju od 2021. do 2026. U tu svrhu njime se mobilizira iznos financiranja do 807 mlrd. EUR u tekućim cijenama, od čega je 401 mlrd. EUR (3,5 % BDP-a europodručja) usmjereno na države europodručja, a preostali dio na druge države članice EU-a. Približno polovina sredstava iz instrumenta za oporavak i otpornost, što je uvjerljivo najveći program u okviru NGEU-a, stavlja se na raspolaganje u obliku zajmova, a druga je polovina u obliku bespovratnih sredstava. U praksi se, međutim, očekuje da će prevladati sastavnica bespovratnih sredstava jer sve države europodručja namjeravaju u potpunosti iskoristiti svoja bespovratna sredstva, a samo ih je nekoliko dosad zatražilo zajmove. Zanimljivo obilježje transfera iz instrumenta za oporavak i otpornost jest da države koje su bile najteže pogođene pandemijom ili imaju relativno nizak BDP po stanovniku imaju pravo na veći udio (prava po pojedinim državama vidi u Grafikonu 1.12.). Ako se planovi oporavka i otpornosti dobro provedu, to bi obilježje trebalo pridonijeti ublažavanju razlika među zemljama u gospodarskom rastu, koje je pandemija dodatno pogoršala u europodručju.

Grafikon 1.12.

Prava i zatraženo financiranje iz instrumenta za oporavak i otpornost za države europodručja do kraja 2021.

(postotci BDP-a iz 2020.)



Izvori: Europska komisija i izračun ESB-a

Napomene: EA = europodručje. Prava na bespovratna sredstva dodijeljena državama iskazuju se prema podacima Europske komisije. Prava na zajmove dodijeljena državama izračunavaju se kao 6,8 % njihova bruto nacionalnog dohotka za 2019. Nisu dostupne informacije o bespovratnim sredstvima iz fonda za oporavak i otpornost i zahtjevima za zajmove za Nizozemsku jer ta zemlja još nije podnijela svoj plan oporavka i otpornosti.

1.4.

Porast inflacije pod utjecajem različitih učinaka



Inflacija je snažno porasla s najnižih razina tijekom pandemije.

Ukupna stopa inflacije mjerene HIPC-om u europodručju iznosila je prosječno 2,6 % u 2021., što je znatno više u odnosu na prosječno 0,3 % u 2020. (vidi Grafikon 1.13.). Taj je porast u velikoj mjeri bio posljedica naglog rasta cijena energije. Usto, potražnja koja je premašivala ograničenu ponudu u nekim sektorima pridonijela je inflacijskim pritiscima nakon ublažavanja ograničenja povezanih s pandemijom i snažnog oporavka globalnoga i domaćega gospodarstva. Povećanje godišnje inflacije s -0,3 % u prosincu 2020. na 5,0 % u prosincu 2021. bilo je dotad nezabilježeno kada je riječ o brzini i veličini godišnjih stopa rasta na kraju 2021. (u Okviru 1. daje se više pojedinosti o činiteljima tog rasta). Nadalje, stvarne vrijednosti inflacije iznenadno su se povećale nekoliko puta. Kada je riječ o budućem razdoblju, očekivalo se da će činitelji koji su utjecali na povećanje inflacije u 2021. uglavnom postupno oslabjeti i da će se inflacija, premda i nadalje visoka u kratkoročnom razdoblju, smanjivati tijekom 2022. Međutim, nakon ruske invazije na Ukrajinu u veljači 2022. znatno se povećala neizvjesnost glede inflacijskih izgleda.

Inflacija cijena energije, ponovno otvaranje usluga i uska grla na strani ponude prouzročili su rast inflacije.

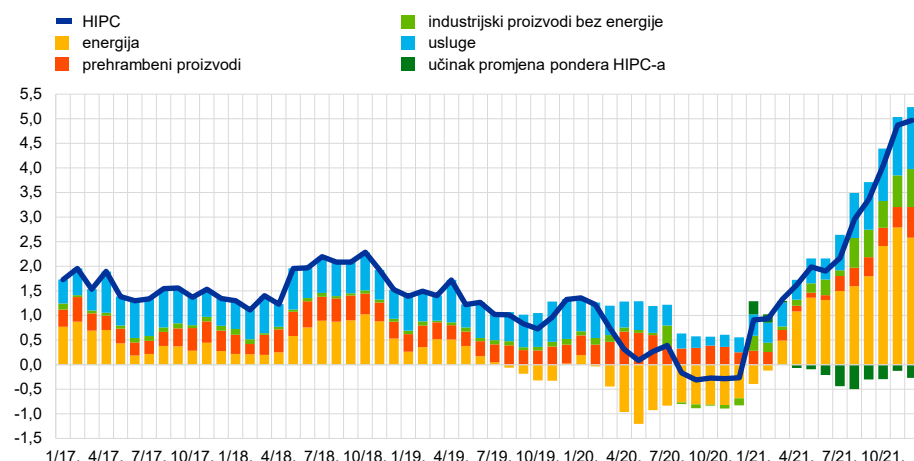
Povećanju ukupne inflacije u 2021. najviše je pridonijela sastavnica energije. No, doprinos ostalih komponenata također je postajao veći od ljeta nadalje. Ublažavanje mjera zatvaranja i ostalih ograničenja povezanih s pandemijom te ekspanzivne fiskalne i monetarne politike omogućili su oporavak potražnje i posebno potaknuli usluge potrošačima. Istodobno su se povećali troškovi uvoznih i domaćih proizvoda zbog snažne globalne potražnje i uskih grla na strani ponude, kao i cijena energije. To se odrazilo i na veće doprinose koje su inflaciji dale komponente industrijskih proizvoda bez energije i cijena usluga u drugom dijelu godine (vidi Grafikon 1.13.).

Inflacija se u određenoj mjeri zadržala i u drugom polugodištu zbog učinka privremenog smanjenja stope PDV-a u Njemačkoj u prethodnoj godini.

Grafikon 1.13.

Ukupna inflacija i njezine komponente

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Doprinosi komponenata HIPC-a za 2021. izračunavaju se pomoću pondera HIPC-a za 2020. Učinak promjena pondera procjenjuje ESB. Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021.

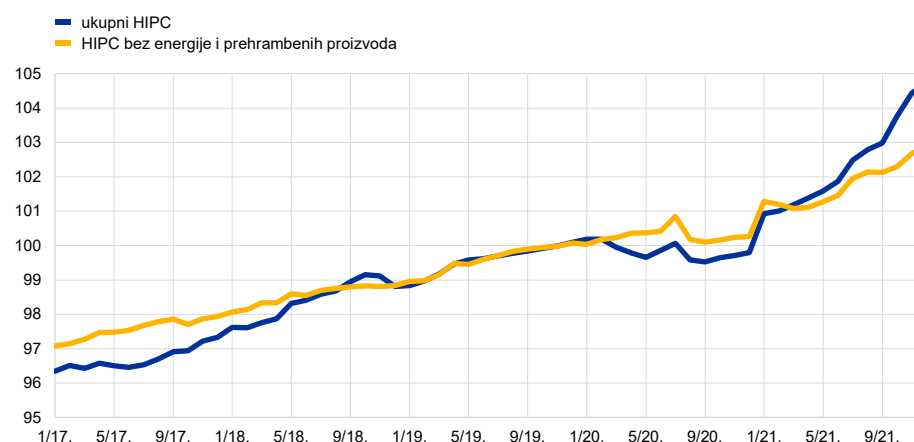
Razina cijena također se dinamično povećavala tijekom 2021.

Budući da godišnje stope promjene također odražavaju nisku početnu razinu prethodne godine, dinamika cijena u 2021. može se promatrati i s obzirom na kretanje indeksa za ukupni HIPC i za HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda. Povećanje razine cijena tijekom 2021. bilo je više nego u godinama prije pandemije, kada su vrijednosti inflacije bile ispod inflacijskog cilja ESB-a (vidi Grafikon 1.14.).

Grafikon 1.14.

Ukupni HIPC i HIPC bez energije i prehrambenih proizvoda

(sezonski i kalendarski prilagođeni indeksi, 4. tr. 2019. = 100)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021.

Činitelji povezani s mjerenjem iskrivili su vrijednosti inflacije u 2021.

Procjenjivanje dinamike cijena i činitelja koji su na nju utjecali bilo je posebno izazovno u 2021., i to ne samo zbog utjecaja pandemije na gospodarstvo nego i

zbog određenih tehničkih činitelja povezanih s pandemijom koji su utjecali na mjerenje inflacije. Prvi od tih činitelja bila je redovita godišnja prilagodba pondera potrošnje za izradu HIPC-a.⁶ Navedene prilagodbe obično su male, ali su se u 2020. obrasci potrošnje znatno promijenili kao odgovor na pandemiju i različita ograničenja. Primjerice, stavke HIPC-a povezane s putovanjima imale su manji ponder u košarici za izračun HIPC-a za 2021. zbog prigušenih turističkih sezona u 2020. Sveukupno gledajući, promjene pondera imale su znatne učinke, i to češće u smjeru pada nego u smjeru rasta, na godišnje stope inflacije u pojedinim mjesecima 2021. Ukupan procijenjeni učinak u cijeloj 2021. bio je negativan i iznosio je 0,2 postotna boda (vidi Grafikon 1.13.). Drugi tehnički činitelj bio je da se u nekoliko mjeseci 2020. i 2021. cijene za nekoliko stavki HIPC-a (npr. restorani i putovanja) nisu mogle prikupiti iz uobičajenih izvora zbog ograničenja povezanih s bolešću COVID-19, a zamijenjene su cijenama koje su imputirane, odnosno dobivene su drugim metodama.⁷ Treći tehnički činitelj bila je činjenica da su razdoblja sezonskih rasprodaja u 2020. i 2021. pomaknuta sa svojih uobičajenih mjeseci, što je dovelo do znatne kolebljivosti godišnje stope promjene cijena industrijskih proizvoda bez energije zbog komponenata odjeće i obuće.

Temeljna inflacija porasla je, ali je njezino povećanje bilo umjerenije kada se izuzme kolebljivost povezana s pandemijom.

S obzirom na te tehničke činitelje, pri tumačenju kretanja inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda također je potreban određeni oprez. Različiti pokazatelji temeljne inflacije, uključujući mjere zasnovane na izuzimanju, statističke mjere i ekonometrijski procijenjene mjere, također su rasli tijekom cijele godine (vidi Grafikon 1.15.).⁸ Krajem godine stope inflacije na osnovi tih mjera iznosile su između 2,4 % i 3,9 %. Osim toga, dinamika cijena u 2020. bila je uglavnom prigušena, što upućuje na pozitivne bazne učinke na stope promjene u 2021. S obzirom na taj aspekt, alternativni način za promatranje inflacijskih kretanja u 2021. jest usporedba sa stopama promjene cijena u istom mjesecu prije dvije godine, podijeljenima s dva kako bi se uzela u obzir prosječna promjena u jednoj godini. Promatranje takve stope učinkovito smanjuje poremećaje koji proizlaze iz vrlo niske inflacije na početku pandemijskog razdoblja. Izračunata na toj osnovi, inflacija mjerena HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda iznosila je oko 1,4 % u prosincu 2021., što je oko pola objavljene godišnje stope rasta od 2,6 % (vidi Grafikon 1.15.). Međutim, u posljednjim mjesecima 2021. ovi podatci također su se povećavali i dosegli stopu koja je posljednji put zabilježena u 2013., u prvim godinama desetljeća niske inflacije prije izbijanja bolesti COVID-19.

⁶ Vidi i okvir pod naslovom „2021 HICP weights and their implications for the measurement of inflation”, *Ekonomski bilten*, broj 2, ESB, 2021.

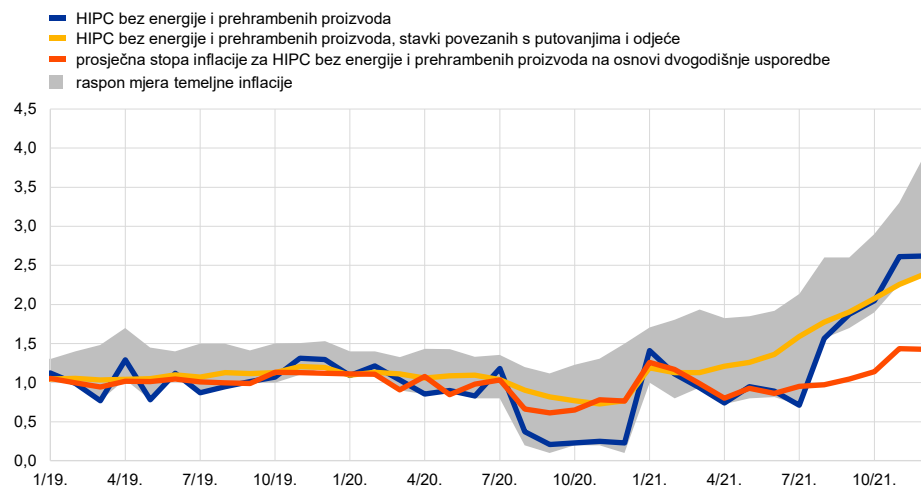
⁷ Vidi okvir pod naslovom „Consumption patterns and HICP issues in the COVID-19 pandemic”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2020.

⁸ Opis mjera temeljne inflacije vidi u članku pod naslovom „Measures of underlying inflation for the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2018.

Grafikon 1.15.

Pokazatelji temeljne inflacije

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Raspon uključuje trajne i privremene mjere zasnovane na izuzimanju, statističke mjere i ekonometrijske mjere (supertemeljna te perzistentna i zajednička komponenta inflacije (engl. *Supercore and the Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI), vidi bilješku 8. u kojoj se opisuju mjere temeljne inflacije. Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021.

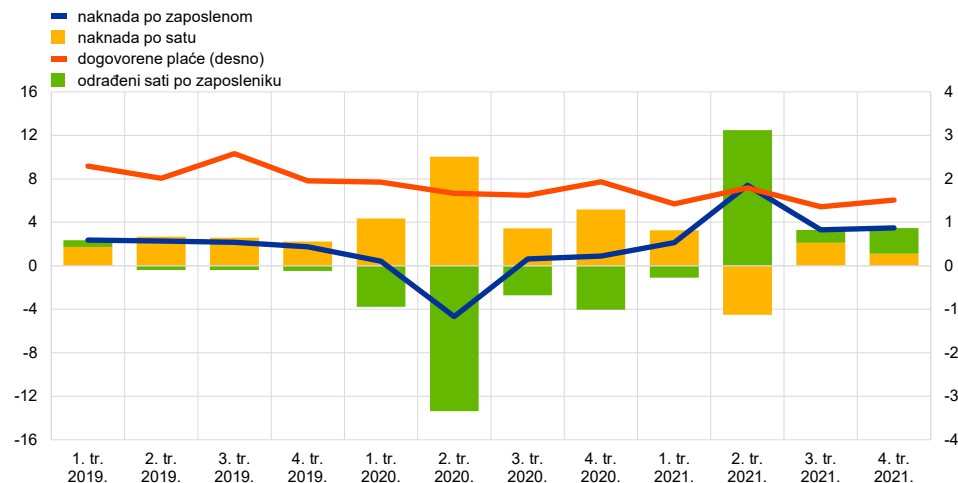
Proizvođačke cijene proizvoda snažno su porasle, a troškovi rada ostali su umjereni.

Troškovni pritisci imali su važnu ulogu u određivanju kretanja inflacije potrošačkih cijena u 2021. Pritisci proizvođačkih troškova u svim fazama cjenovnog lanca znatno su porasli, ponajviše u ranim fazama i u cijenama intermedijarnih proizvoda, što je odražavalo učinak uskih grla na strani ponude, a djelomično i rast cijena energije, posebice u drugoj polovini 2021. Rast cijena uvoznih proizvoda bio je malo veći nego u 2020., djelomično zbog deprecijacije eura. Učinak troškovnih pritisaka na proizvođačke cijene neprehrambenih proizvoda za široku potrošnju, odnosno važnog pokazatelja dinamike cijena industrijskih proizvoda bez energije, bio je umjereniji nego u ranijim fazama cjenovnog lanca, premda i nadalje na najvišoj razini dosad. Široka mjera domaćih troškovnih pritisaka jest rast deflatora BDP-a, koji je u 2021. iznosio prosječno 2,0 %, što je više od prosjeka prethodne godine. Snažni bazni učinci i učinak mjera državne potpore doveli su do određene kolebljivosti komponenata troškova povezanih s jediničnim troškovima rada i jediničnom dobiti. S obzirom na smanjeno oslanjanje na programe za očuvanje radnih mjesta i na to da se većina zaposlenika vratila na pune plaće, rast naknade po zaposlenom povećao se s -0,6 % u 2020. na prosječno 4,0 % u 2021. Istodobno je proizvodnost po zaposlenom povećana s obzirom na dodatne odrađene sate, pa se taj snažan porast nije odrazio na jedinične troškove rada. Tako je utjecaj programa državnih potpora i nadalje otežavao tumačenje pokazatelja plaća, kao što su naknada po zaposlenom i naknada po odrađenom satu (vidi Grafikon 1.16.). Te mjere manje utječu na rast dogovorenih plaća, koji je ostao umjeren i smanjio se na prosječno 1,5 % u 2021. nakon 1,8 % u 2020.⁹ Međutim, to je možda odražavalo i kašnjenja do kojih je u pregovaranjima o plaćama došlo zbog pandemije.

⁹ Vidi i okvir pod naslovom „Assessing wage dynamics during the COVID-19 pandemic: can data on negotiated wages help?“, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2020.

Grafikon 1.16.**Mjere troškova rada**

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat, ESB i izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na četvrto tromjesečje 2021. za dogovorene plaće i treće tromjesečje 2021. za ostale stavke.

Mjerila dugoročnih inflacijskih očekivanja porasla su prema inflacijskom cilju ESB-a.

Dugoročnija inflacijska očekivanja stručnjaka, koja su krajem 2020. iznosila 1,7 %, porasla su na 1,9 % tijekom 2021. (vidi Grafikon 1.17). Prema rezultatima posebnog upitnika poslanog sudionicima u ESB-ovoj Anketi o prognozama stručnjaka (engl. *Survey of Professional Forecasters*, SPF), komunikacija o novoj strategiji monetarne politike pridonijela je toj prilagodbi očekivanja.¹⁰ Mjerila dugoročnije naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima, posebice kamatna stopa petogodišnjih ugovora o razmjeni vezanih uz stopu inflacije, slično su se kretala i postupno su rasla tijekom 2021. Krajem godine ova je mjera fluktuirala neznatno ispod razine od 2 %, a u listopadu je nakratko premašila tu razinu. Procjene premija za inflacijski rizik uključenih u naknadu za inflaciju koju zahtijevaju ulagači upućuju na to da su premije za inflacijski rizik postale pozitivne za sve ročnosti u 2021., i to prvi put u nekoliko godina. Takva prilagodba naknade za inflaciju upućuje na slabiji porast stvarnih dugoročnih inflacijskih očekivanja ugrađenih u mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima.¹¹

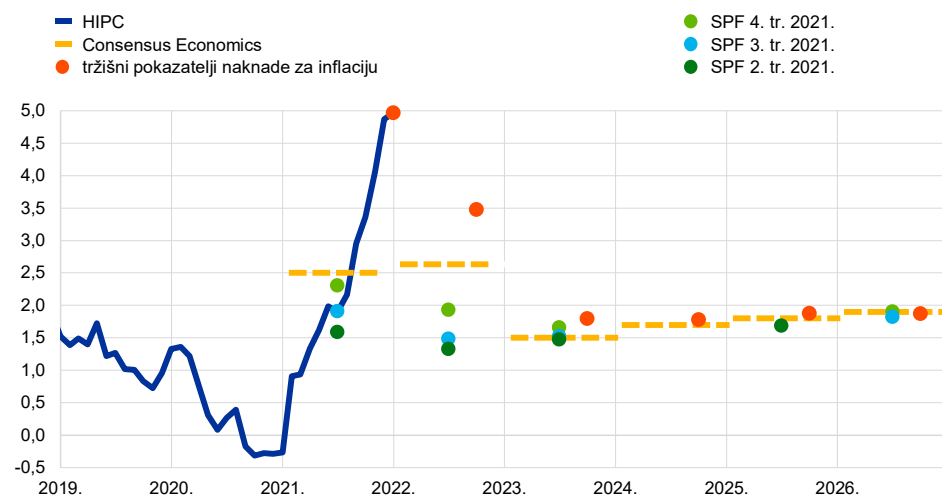
¹⁰ Vidi i okvir pod naslovom „Results of a special survey of professional forecasters on the ECB's new monetary policy strategy“, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, 2021.

¹¹ Vidi i okvir pod naslovom „Decomposing market-based measures of inflation compensation into inflation expectations and risk premia“, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2021.

Grafikon 1.17.

Pokazatelji inflacijskih očekivanja zasnovani na anketama i mjerila naknade za inflaciju zasnovana na tržišnim pokazateljima

(godišnje promjene u postotcima)



Izvori: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, ESB (SPF) i izračun ESB-a

Napomene: Kretanje tržišnih pokazatelja naknade za inflaciju zasniva se na jednogodišnjim promptnim ugovorima o razmjeni vezanima uz stopu inflacije (ILS) i jednogodišnjim terminskim ugovorima o razmjeni vezanima uz stopu inflacije u sljedećih jednu, dvije, tri ili četiri godine. Posljednji podatci o ugovorima o razmjeni vezanima uz stopu inflacije odnose se na 30. prosinca 2021. SPF za četvrto tromjesečje 2021. proveden je između 1. i 11. listopada 2021. Zaključni datumi Consensus Economics jesu 8. prosinca 2021. za prognoze za 2021. i 2022. te 14. listopada 2021. za dugoročnije prognoze.

Cijene za vlasnike stambenih objekata porasle su, a dinamika najamnina ostala je umjerena.

Preispitivanjem strategije monetarne politike utvrđena je potreba da se u HIPC uključe troškovi stambenih objekata u vlasništvu stanara. U 2021. postignut je znatan napredak u izradi povezanih pokazatelja. Međutim, potrebno je učiniti više, primjerice, boljim odvajanjem komponente potrošnje od komponente ulaganja kod kupnja nekretnina uključenih u procjene.¹² Europski statistički sustav već bi 2023. mogao imati dostupan eksperimentalni indeks kojim se košarica za izračun HIPC-a kombinira s troškovima stambenih objekata u vlasništvu stanara, dok bi službeni indeks mogao biti dostupan oko 2026. No, zasad su samo eksperimentalne procjene dostupne za te troškove, koji su vjerojatno rasli po prosječnoj godišnjoj stopi od 4,8 % u prva tri tromjesečja 2021. godine, što je povećanje u odnosu na 2,6 % u 2020. i stoga su bili znatno dinamičniji od najamnina, koje su uključene u HIPC. Najamnine za najmoprimce mjerene HIPC-om porasle su za 1,2 % u 2021., u odnosu na rast od 1,3 % u 2020. Veće povećanje troškova stanovanja za vlasnike stambenih objekata djelomično odražava narav procjene: indeks uključuje komponentu povezanu s kupnjom novih stambenih objekata, koja je usko povezana s cijenama stambenih nekretnina. Promatrajući cijene stambenih nekretnina, godišnji rast ESB-ova pokazatelja cijena stambenih nekretnina povećao se s 5,4 % u 2020. na prosječno 7,5 % godišnje u prva tri tromjesečja 2021. Dinamično tržište stambenih nekretnina ogledalo se u dinamici HIPC-a za neke manje stavke. Primjerice, ljudi su znatno više vremena provodili kod kuće dok nije došlo do znatnog ublažavanja ograničenja povezanih s pandemijom u kasno proljeće 2021. Ta je promjena dovela do rasta potražnje za obnovom stambenog prostora, koji je bio

¹² Vidi i članak pod naslovom „Owner-occupied housing and inflation measurement”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2022.

praćen i uzlaznim kretanjem cijena robe i usluga povezanih sa stanovanjem, kao što su održavanje i popravci te postavljanje sagova i podnih obloga.

Okvir 1.

Činitelji na kojima se zasniva snažan rast inflacije mjerene HIPC-om

Godišnja stopa ukupne inflacije mjerene HIPC-om dosegla je 5,0 % u europodručju u prosincu 2021., u usporedbi s -0,3 % u prosincu 2020., 0,3 % u cijeloj 2020. i prosječno 0,9 % tijekom pet godina prije pandemije. To je povećanje uglavnom posljedica snažnog rasta inflacije cijena energije, ali i jačanja inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda jer je potražnja premašivala ograničenu ponudu u nekim sektorima u uvjetima globalnog oporavka i oporavka europodručja od pandemije. Poduzeća su možda povećala cijene i kako bi nadoknadila gubitke prihoda nastale tijekom strožih ograničenja povezanih s bolešću COVID-19.

Niske razine cijena u 2020. važan su činitelj pri ocjeni snažnog rasta inflacije tijekom 2021. jer pružaju osnovu za izračun godišnjih stopa rasta za 2021. Primjerice, cijene nafte, a zatim i cijene energije za potrošače znatno su pale na početku pandemije. Približno polovina inflacije cijena energije u posljednjem tromjesečju 2021. može se pripisati niskoj razini iz 2020.¹³ Kada je riječ o cijenama prehrambenih proizvoda, taj je učinak bio suprotan jer su, nakon snažnog porasta povezanog s pandemijom u proljeće 2020., kretanja cijena prehrambenih proizvoda bila relativno umjerena u prvom polugodištu 2021. Bazni učinci proizlazili su i iz promjena neizravnih poreza, posebice privremenog smanjenja stope PDV-a, koje se kao odgovor na krizu provodilo u Njemačkoj u razdoblju od srpnja do prosinca 2020. Ukidanje tog smanjenja povećalo je stopu inflacije u europodručju u siječnju 2021., ali je imalo učinak na rast i u drugom polugodištu 2021. jer se usporedba s prethodnom godinom zasnivala na cijenama koje su odražavale sniženu poreznu stopu.¹⁴ Dok je dinamika unutar godine imala važniju ulogu, kombiniranim učincima na godišnje stope inflacije povezanim s niskom bazom u 2020. mogu se pripisati gotovo 2 postotna boda ukupnog povećanja stope ukupne inflacije mjerene HIPC-om od 5,3 postotna boda u prosincu 2021. u odnosu na prosinac 2020. (vidi Grafikon A).

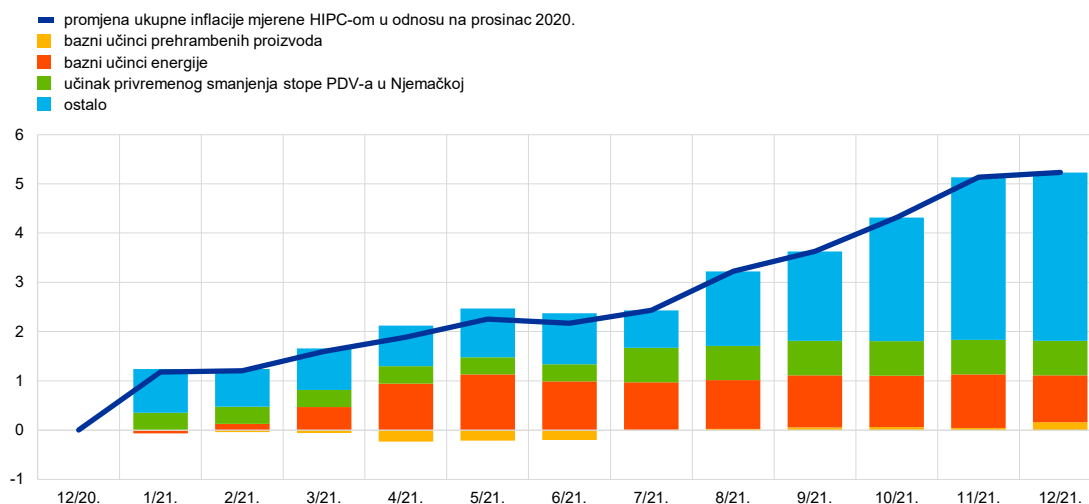
¹³ Vidi i okvir pod naslovom „Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes“, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2021.

¹⁴ Učinak ukidanja smanjenja stope PDV-a procjenjuje se na oko 0,3 postotna boda za siječanj 2021., oko 0,3 postotna boda za srpanj 2021. i na oko -0,3 postotna boda za siječanj 2022. (za sve mjesece učinak se odnosi na godišnju stopu u usporedbi s prethodnim mjesecom). Procjena se zasniva na procjeni stvarnog prijenosa učinka, koja je objavljena u „Monthly Report“, sv. 72, br. 11, središnje banke Deutsche Bundesbank, studeni 2020.

Grafikon A

Kumulativna promjena stope ukupne inflacije mjerene HIPC-om tijekom 2021. u odnosu na prosinac 2020.

(postotni bodovi)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Grafikon za svaki mjesec 2021. prikazuje razliku između stope inflacije u tom mjesecu i stope inflacije u prosincu 2020. Primjerice, u kolovozu 2021. stopa inflacije bila je za oko 3 postotna boda viša nego u prosincu 2020., a približno polovina te razlike može se objasniti baznim učinkom, tj. niskom razinom baze za usporedbu u 2020.

Drugi činitelj snažnog porasta inflacije bila je činjenica da se cijene energije za potrošače u 2021. nisu samo normalizirale, nego su nastavile snažno rasti. Dodatni rast isprva je zabilježen uglavnom kod cijena goriva za prijevoz jer je globalna potražnja za naftom jačala u skladu s daljnjim oporavkom, dok je ponuda ostala donekle ograničena. Kasnije tijekom ljeta cijene plina i električne energije također su snažno porasle (vidi Grafikon B, panel a)). To je odražavalo povećanu potražnju, ali i određena ograničenja u ponudi plina. Potražnja za plinom u Europi bila je iznimno visoka zbog hladne zime na prijelazu iz 2020. u 2021. i mirnih vjetrova tijekom ljeta 2021., što je dovelo do toga da je energija vjetra zamijenjena plinom.¹⁵ Osim toga, zbog radova na održavanju cjevovoda u prvoj polovini godine smanjena je ponuda plina iz Norveške, a u ljetnom razdoblju je uvoz plina iz Rusije u EU bio relativno nizak. Globalni oporavak također je povećao potražnju za plinom, posebice u Kini. Potrošači veći dio svojih rashoda za energiju troše na goriva za prijevoz (oko 40 %) nego na plin (oko 30 %) i električnu energiju (oko 20 %), a kretanje cijena goriva obično je glavna odrednica inflacije cijena energije. Međutim, rast cijena plina i električne energije u jesen 2021. rezultirao je dosad najvišim doprinosom tih stavki inflaciji cijena energije u europodručju (vidi Grafikon B, panel b)).

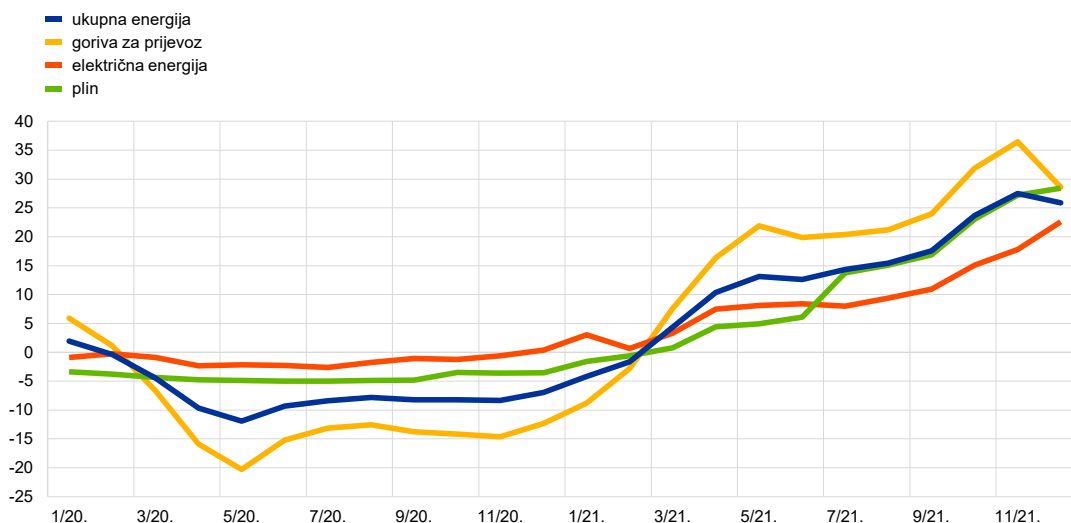
¹⁵ Visoke cijene ugljika (tj. cijene emisijskih jedinica) potaknute zelenim politikama znače da je plin postao preferirana zamjena za energiju vjetra u slučaju nedovoljne proizvodnje zbog vremenskih uvjeta jer dovodi do manje emisije od drugih goriva, posebice ugljena.

Grafikon B

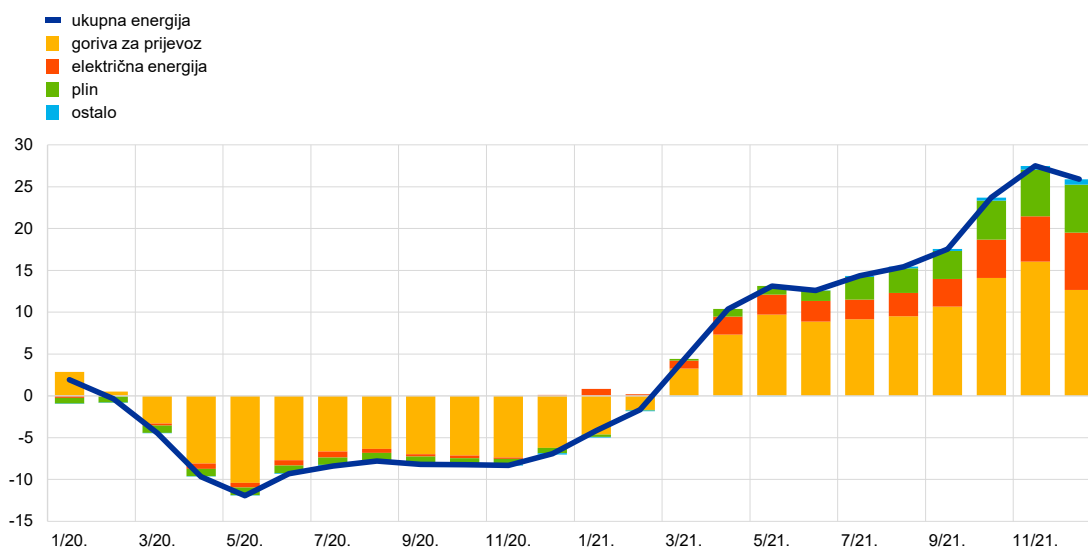
Kretanja inflacije cijena energije

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)

a) godišnja stopa inflacije cijena energije mjerene HIPC-om i njezine glavne komponente



b) doprinosi glavnih komponenata godišnjoj stopi inflacije cijena energije



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Treći glavni činitelj snažnog rasta inflacije bili su cjenovni pritisci koji su se pojavili u okolnostima ponovnog otvaranja gospodarstva nakon razdoblja ograničenja povezanih s pandemijom. Potražnja je znatno porasla i na globalnoj i na domaćoj razini, pa je premašila ograničenu ponudu u nekim sektorima. Zbog toga se na globalnoj razini pojavio manjak ponude, a troškovi prijevoza snažno su porasli na prijelazu iz 2020. u 2021.¹⁶ Proizvođačke cijene u europodručju kontinuirano su rasle tijekom cijele 2021., ne samo kod intermedijarnih proizvoda nego i kod proizvoda za široku potrošnju. Ne postoji neposredna i stabilna veza između proizvođačkih i potrošačkih cijena, ali je

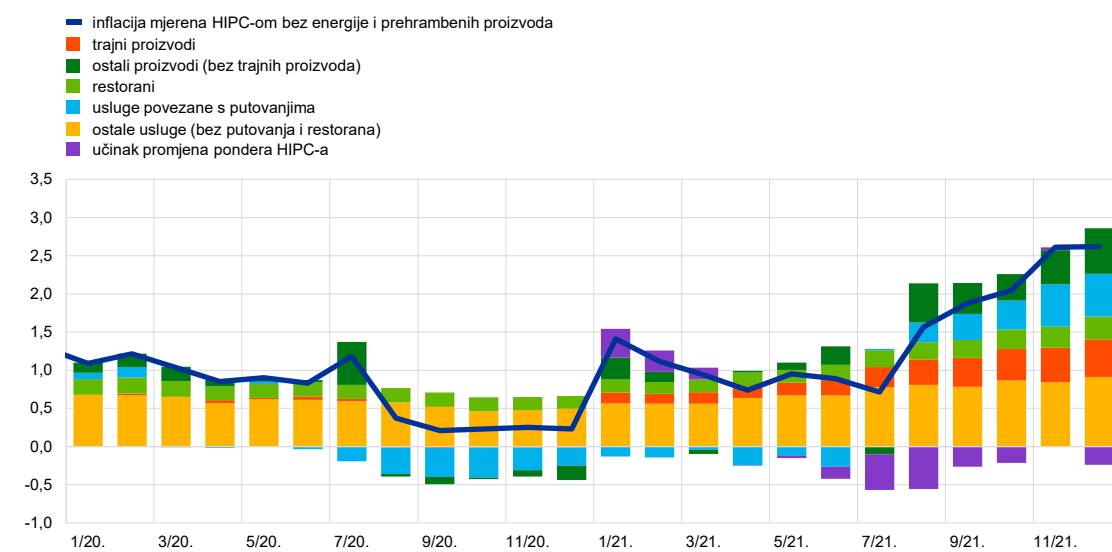
¹⁶ Vidi okvire pod naslovom „What is driving the recent surge in shipping costs”, *Ekonomski bilten*, broj 3, ESB, 2021., „The semiconductor shortage and its implication for euro area trade, production and prices”, *Ekonomski bilten*, broj 4, ESB, 2021. i „Sources of supply chain disruptions and their impact on euro area manufacturing”, *Ekonomski bilten*, broj 8, ESB, 2021.

primjetan postupni rast potrošačkih cijena trajnih proizvoda, posebice tijekom druge polovine 2021. (vidi Grafikon C).¹⁷ Dinamika cijena postala je izraženija kod novih i rabljenih automobila, bicikala i motocikala te različitih elektroničkih proizvoda kao što su informatički proizvodi i televizori, odnosno svi proizvodi na koje će vjerojatno utjecati manjak proizvodnje, kao što su proizvodi povezani s poluvodičima, ili uska grla u globalnim lancima brodskog prijevoza i dostave.

Grafikon C

Dekompozicija inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda

(godišnje promjene u postotcima, doprinosi u postotnim bodovima)



Izvori: Eurostat i izračun ESB-a

Napomene: Doprinosi komponentata za 2021. izračunavaju se pomoću pondera HIPC-a u 2020. ESB procjenjuje učinak promjena pondera HIPC-a.

Jedan od sektora koji su najviše pogođeni ograničenjima povezanim s pandemijom bile su usluge u kojima je prisutan blizak fizički kontakt. Nakon postupnog ublažavanja ograničenja, dinamika cijena tih stavki počela je jačati. Primjerice, povećanje godišnje stope promjene cijena usluga povezanih s putovanjima (kao što su smještaj, zračni prijevoz i paket-aranžmani) bilo je posebno vidljivo na početku sezone godišnjih odmora u ljeto 2021. (vidi Grafikon C).¹⁸ Kao i kod cijena energije, to je povećanje djelomično odražavalo i usporedbu s niskim cijenama prethodne godine. Usto, nakon ponovnog otvaranja u proljeće 2021., dinamika cijena restorana također je postupno jačala. Više stope inflacije za usluge koje zahtijevaju blizak fizički kontakt posljedica su, osim naglog povećanja potražnje, i većih troškova te smanjenih kapaciteta zbog zahtjeva povezanih s pandemijom, kao i manjka radne snage jer je nekim poduzećima bilo teško ponovo zaposliti radnike koje su otpustili tijekom zatvaranja.

Naposljetku, na kolebljivost inflacije u 2021. utjecalo je više drugih posebnih činitelja, kao što je opisano u glavnom tekstu odjeljka 1.4. Primjerice, na dinamiku cijena odjeće i obuće utjecale su promjene u rasporedu sezonskih rasprodaja, a promjena pondera za stavke HIPC-a bila je

¹⁷ Podrobnije razmatranje kretanja proizvođačkih cijena u europodručju i njihova učinka na potrošačke cijene vidi u okviru pod naslovom „Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area”, *Ekonomski bilten*, broj 5, ESB, 2021.

¹⁸ Tijekom mjera zatvaranja cijene tih stavki bile su izložene malo većoj neizvjesnosti pri mjerenju jer se nisu uvijek mogle prikupiti te su stoga procijenjene (tj. imputirane), vidi i glavni tekst odjeljka 1.4. Podrobniju analizu potrošačkih cijena stavki povezanih s putovanjima vidi u okviru pod naslovom „Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?”, *Ekonomski bilten*, broj 1, ESB, 2021.

neuobičajeno velika za 2021., s posebno znatnim učinkom kod inflacije mjerene HIPC-om bez energije i prehrambenih proizvoda (vidi Grafikon C).

Sveukupno gledajući, porast inflacije mjerene HIPC-om u 2021. uglavnom je bio povezan s posebnim činiteljima koji su se pojavili u okolnostima pandemije bolesti COVID-19 i gospodarskog oporavka. Jedinstvena priroda krize i specifična obilježja činitelja koji su uzrokovali nagli rast inflacije tijekom oporavka upućuju na osobito veliku neizvjesnost i izazove za procjenjivanje inflacijskih kretanja u sljedećem razdoblju.

1.5. Daljnjim odlučnim mjerama politike očuvani su pogodni uvjeti kreditiranja i financiranja

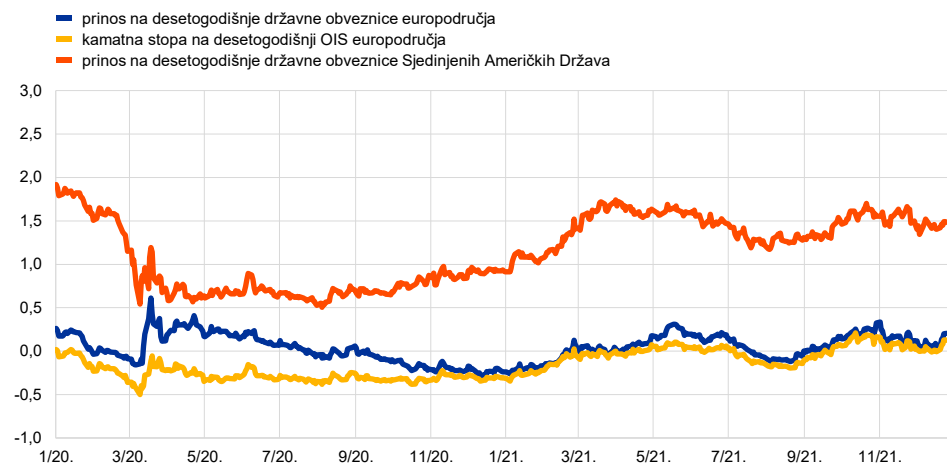
Daljnje kupnje vrijednosnih papira i ESB-ova komunikacija ublažili su pritiske na rast dugoročnih prinosa.

Zajedno s poboljšanjima u borbi protiv pandemije, poticaji fiskalne, monetarne i bonitetne politike dali su potporu snažnom oporavku gospodarske aktivnosti u 2021. (vidi odjeljak 1.2.). Ulagači su u drugoj polovini godine također počeli tražiti veću naknadu za izloženost inflacijskoj dinamici, pa su revidirali navise svoja dugoročna inflacijska očekivanja i premije za rizik, što je dovelo do rasta dugoročnih kamatnih stopa (vidi Grafikon 1.18.). U tim je uvjetima ESB ponovo potvrdio akomodativnu politiku i svoju opredijeljenost za održavanje povoljnih uvjeta financiranja u europodručju. To je barem djelomično pridonijelo zaštiti prinosa u europodručju od kretanja na globalnim tržištima, na kojima je inflacija bila veća od očekivane, što je sudionike na tržištu potaknulo da u cijenu uključe pooštavanje monetarne politike koje je u nekoliko razvijenih gospodarstava nastupilo prije nego što se očekivalo. Isto tako, komunikacija ESB-a o njegovoj poticajnoj monetarnoj politici i kontinuiranim velikim kupnjama vrijednosnih papira pridonijela je sprječavanju rasta razlika prinosa na državne obveznice, odnosno kretanja prinosa na državne obveznice ostala su blizu kretanja odgovarajućih nerizičnih stopa. Zbog toga je prosječan prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om postojano rastao u 2021., a 31. prosinca iznosio je 0,27 %, što je za 51 bazni bod više od razine zabilježene na kraju 2020. (vidi Grafikon 1.18.). Općenitije govoreći, uvjeti financiranja u europodručju ostali su pogodni.

Grafikon 1.18.

Dugoročni prinosi u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(postotci na godišnjoj razini, dnevni podatci)



Izvori: Bloomberg, Refinitiv i izračun ESB-a

Napomene: Podatci za europodručje odnose se na prosječan prinos na desetogodišnje državne obveznice ponderiran BDP-om i na desetogodišnje prekonoćne kamatne ugovore o razmjeni (OIS). Posljednji podatci odnose se na 31. prosinca 2021.

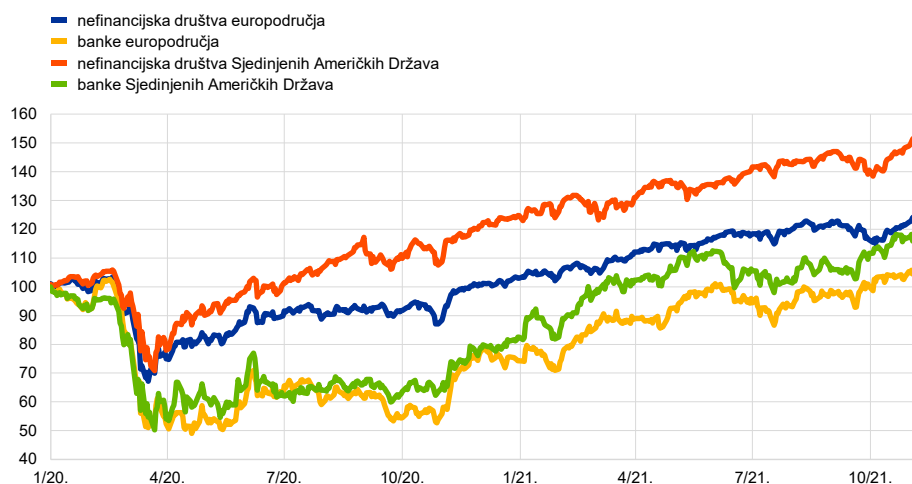
Tržišta vlasničkih vrijednosnih papira poduprta dugoročnim očekivanjima glede zarada

Uz kontinuiranu opredijeljenost za monetarnu i fiskalnu potporu, oporavak gospodarske aktivnosti u 2021. pridonio je postojanom povećavanju cijena vlasničkih vrijednosnih papira u europodručju, koje je bilo potaknuto vrlo čvrstim i otpornim dugoročnim očekivanjima glede zarada. Taj trend nakratko je prekinut od sredine rujna do sredine listopada jer su tržišna očekivanja o mogućem postupnom ukidanju kupnja vrijednosnih papira od strane Sustava federalnih rezervi nepovoljno utjecala na dinamiku tržišta dionica diljem svijeta. Promatrano po sektorima, cijene dionica banaka u europodručju, koje su pale u 2020., rasle su znatno brže od cijena dionica nefinancijskog sektora. Široki indeks cijena vlasničkih vrijednosnih papira nefinancijskih društava europodručja bio je 31. prosinca 2021. na razinama oko 19 % višima od razina s kraja 2020., dok je porast cijena vlasničkih vrijednosnih papira banaka u europodručju bio znatno viši, odnosno iznad 30 % (vidi Grafikon 1.19.).

Grafikon 1.19.

Indeksi tržišta vlasničkih vrijednosnih papira u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama

(indeks: 1. siječnja 2020. = 100)



Izvori: Bloomberg, Refinitiv i izračun ESB-a

Napomena: Indeks banaka EURO STOXX i tržišni indeks Refinitiv za nefinancijska društva prikazani su za europodručje, a indeks S&P za banke i tržišni indeks Refinitiv za nefinancijska društva prikazani su za Sjedinjene Američke Države. Posljednji podatci odnose se na 31. prosinca 2021.

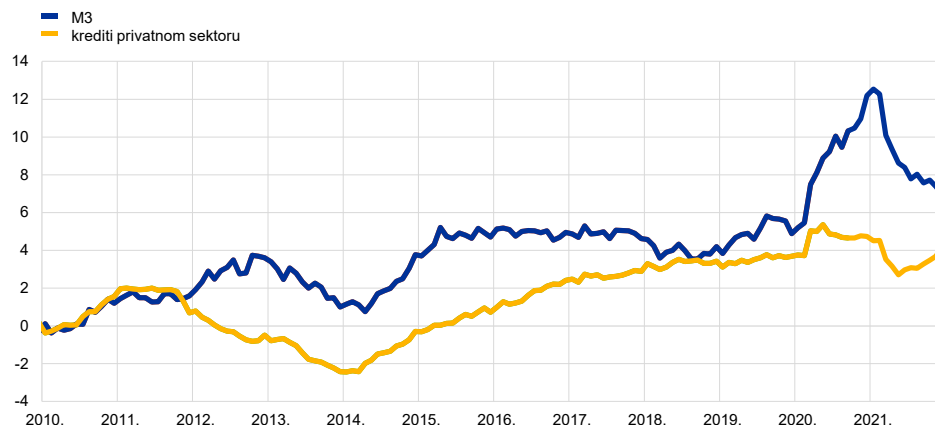
Rast novčane mase i kredita upućivao je na postojanu, premda umjereniju, monetarnu ekspanziju.

Rast najširega monetarnog agregata upućivao je na nastavak snažne monetarne ekspanzije u 2021. Njegova stopa bila je bliže dugoročnijem prosjeku nego u 2020., tj. u prvoj godini pandemije, kada je snažno porasla (vidi Grafikon 1.20.). Kreiranje novca bilo je potaknuto najužim monetarnim agregatom M1, što je odražavalo postojanu akumulaciju prekonoćnih bankovnih depozita poduzeća i kućanstava, koja je ipak bila slabija nego u 2020. U skladu s oporavkom pouzdanja potrošača i osobne potrošnje, tokovi depozita kućanstava vratili su se na svoj prosjek prije izbijanja pandemije. Činjenica da snažan rast depozita u 2020. nije bio poništen razdobljem ispodprosječnog rasta upućuje na želju da se očuva veća štednja, što se vidi i iz odgovora na ESB-ovu [anketu o očekivanjima potrošača](#). Tokovi depozita poduzeća također su ostali snažni, što upućuje na daljnje jačanje zaštitnih slojeva likvidnosti kod poduzeća. Kupnje vrijednosnih papira koje je provodio Eurosustav bile su najveći izvor rasta novčane mase, a na drugom mjestu bili su krediti privatnom sektoru. Pravodobne i znatne mjere monetarnih, fiskalnih i nadzornih tijela tijekom krize uzrokovane koronavirusom osiguravale su nastavak povoljnih uvjeta za kreditiranje gospodarstva europodručja.

Grafikon 1.20.

M3 i krediti privatnom sektoru

(godišnje promjene u postocima, prilagođeno za sezonske i kalendarske učinke)



Izvor: ESB

Napomena: Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021.

Mjere monetarne politike pridonijele su stvaranju povoljnih uvjeta kreditiranja banaka.

Uvjeti kreditiranja banaka bili su općenito pogodni tijekom godine. [Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka u europodručju](#) upućuje na to da su kreditni standardi banaka (tj. interne smjernice ili kriteriji odobravanja kredita) za kredite poduzećima i kućanstvima, koji su se pooštrili u europodručju u prethodnoj godini, ostali uglavnom nepromijenjeni u odnosu na drugo tromjesečje 2021. To je odražavalo smanjenje percepcije rizika banaka s obzirom na gospodarski oporavak i kontinuiranu potporu monetarne i fiskalne politike, uključujući jamstva za kredite. Također prema izvješćima banaka, ESB-ovi programi kupnje vrijednosnih papira, treća serija ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja i negativna kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke pružili su potporu kreditiranju. Istodobno, prema izvješćima banaka, programi kupnje vrijednosnih papira i negativna kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke nepovoljno su utjecali na njihovu profitabilnost.



Stambeni krediti ostali su dinamični, ali se bankovno kreditiranje poduzeća smanjilo u odnosu na najviše razine tijekom pandemije jer su bili dostupni drugi izvori financiranja.

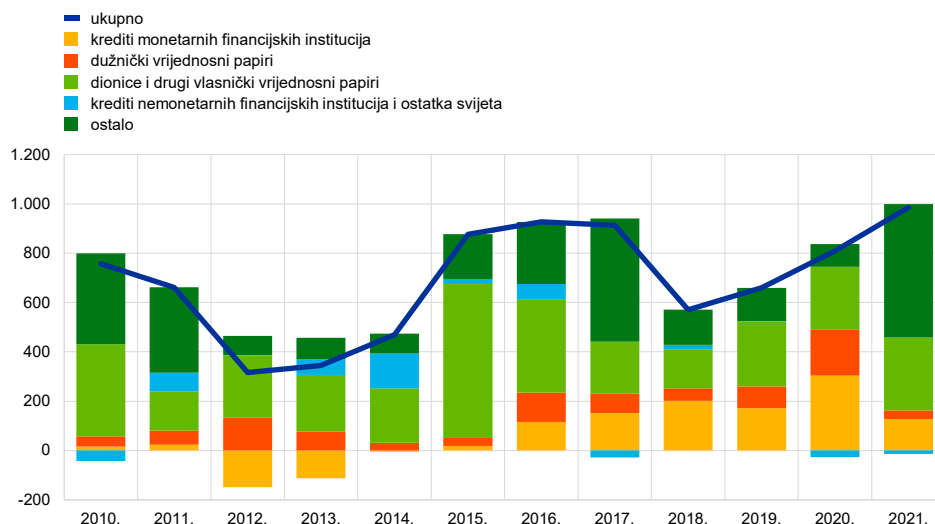
Održavanjem niskih troškova financiranja za banke europodručja mjere potpore politike pridonijele su stvaranju pritiska na smanjenje kamatnih stopa na kredite i spriječile sveobuhvatno pooštavanje uvjeta financiranja. Kamatne stope banaka na kredite bile su tijekom 2021. uglavnom stabilne na svojim najnižim razinama do sada. Za razliku od snažnog rasta stambenih kredita, potrošački krediti ostali su slabi jer je štednja akumulirana tijekom pandemije bila raspoloživa za potrošnju. Kada je riječ o poduzećima, izdašne pričuve gotovine, povećanje zadržane dobiti potpomognuto nedavnim oporavkom i dostupnost ostalih izvora financiranja – posebice kredita između poduzeća i trgovinskih kredita – smanjili su potrebe za zaduživanjem. Zbog toga se zaduživanje nefinancijskih društava kod banaka i njihovo neto izdavanje dužničkih vrijednosnih papira smanjilo nakon snažnog rasta u 2020., unatoč tome što se realan trošak dužničkog financiranja smanjio na dosad najnižu razinu u četvrtom tromjesečju 2021. Nakon što je bila 7,1 % u prvoj godini pandemije, godišnja stopa rasta kredita banaka poduzećima spustila se na 4,3 % u 2021., a prema [anketi o pristupu financiranju poduzeća u europodručju](#), udio poduzeća koja su naišla na prepreke u dobivanju kredita snizio se na razine prije

izbijanja pandemije. Nefinancijska društva mogla su se koristiti i dionicama i drugim vlasničkim vrijednosnim papirima kao sredstvom financiranja. Tokovi vanjskog financiranja nefinancijskih društava ukupno su se dodatno povećali u 2021. (vidi Grafikon 1.21.).

Grafikon 1.21.

Neto tokovi vanjskog financiranja nefinancijskih društava u europodručju

(godišnji tokovi, mlrd. EUR)



Izvori: Eurostat i ESB

Napomene: „MFI“ je monetarna financijska institucija. U „kreditima nemonetarnih financijskih institucija i ostatka svijeta“ nemonetarne financijske institucije obuhvaćaju druge financijske posrednike, mirovinske fondove i osiguravajuća društva. „Kreditni monetarnih financijskih institucija“ i „kreditni nemonetarnih financijskih institucija i ostatka svijeta“ prilagođeni su za prodaje kredita i sekuritizaciju. „Ostalo“ je razlika između ukupnog iznosa i instrumenata navedenih u grafikonu i uglavnom uključuje kredite između poduzeća i trgovinske kredite. Posljednji podatci odnose se na treće tromjesečje 2021. Godišnji tok za 2021. izračunava se kao zbroj tokova četiriju tromjesečja od četvrtog tromjesečja 2020. do trećeg tromjesečja 2021.

2. Monetarna politika: kontinuirana potpora i nova strategija

Sveobuhvatan skup mjera monetarne politike koje je ESB provodio u 2021. i njihova prilagođavanja spriječili su procikličko pooštavanje uvjeta financiranja i ublažili prijetnju smanjene likvidnosti i kreditne krize uz održavanje izdašne likvidnosti u bankovnom sustavu i zaštitu priljeva kredita gospodarstvu. Odgovor monetarne politike bio je ključan za stabiliziranje tržišta i davao je potporu gospodarstvu i inflacijskim izgledima. Veličina bilance Eurosustava dosegla je dosad najveći iznos od 8,6 bil. EUR na kraju 2021., što je povećanje od 1,6 bil. EUR u odnosu na prethodnu godinu. Na kraju 2021. stavke povezane s monetarnom politikom na strani imovine iznosile su 80 % ukupne imovine u bilanci Eurosustava. ESB-ov okvir upravljanja rizicima nastavio je smanjivati rizike povezane s velikom bilancom.

2.1. Odgovor monetarne politike ESB-a nastavio je davati ključnu potporu gospodarstvu i inflacijskim izgledima

Održavanje povoljnih uvjeta financiranja

Pandemija je nastavila remetiti gospodarsku aktivnost na početku godine, a inflacija je ostala vrlo niska.

Gospodarska kretanja u europodručju početkom 2021. još su bila izrazito snažno pogođena nastavkom pandemije bolesti COVID-19. Iako je početak provedbe cijepljenja bio važan korak u borbi protiv koronavirusa, ponovno povećanje broja zaraženih i pojava novih sojeva virusa doveli su do toga da je u mnogim državama europodručja bilo potrebno produljiti ili pooštriti mjere za smanjenje širenja virusa. To je remetilo gospodarsku aktivnost i zasjenjivalo kratkoročne izgleda. Inflacija je i nadalje bila vrlo niska u uvjetima slabe potražnje i znatnih slabosti na tržištu rada i proizvoda. Najnoviji podatci na početku godine općenito su potvrdili prethodnu osnovnu procjenu Upravnog vijeća da će pandemija znatno utjecati na gospodarstvo u kratkoročnom razdoblju i da će doći do dugotrajne slabosti inflacije. U širem smislu, uvjeti financiranja u europodručju bili su općenito pogodni. Premda su nerizične kamatne stope malo porasle od sastanka Upravnog vijeća u prosincu 2020., kreditni rasponi državnih i korporativnih obveznica bili su otporni, uvjeti na tržištu obveznica ostali su povoljni, uključujući korporativne obveznice, a kamatne stope banaka na kredite kućanstvima i poduzećima bile su blizu svojih najnižih razina dosad.

Upravno vijeće u siječnju je potvrdilo akomodativnu monetarnu politiku iz prosinca 2020.

U tom je okružju znatna potpora monetarne politike ostala ključna, a Upravno vijeće odlučilo je u siječnju 2021. potvrditi akomodativnu monetarnu politiku iz

prosina 2020. radi očuvanja povoljnih uvjeta financiranja tijekom pandemije.¹⁹ Cilj toga bilo je smanjenje neizvjesnosti i jačanje povjerenja, poticanje osobne potrošnje i poslovnih ulaganja, jačanje gospodarske aktivnosti te očuvanje srednjoročne stabilnosti cijena. Posebice, neto kupnje u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) u iznosu od 1.850 mlrd. EUR, koje su produljene najmanje do kraja ožujka 2022., pridonijele su održavanju povoljnih uvjeta financiranja za sve sektore gospodarstva, dok je treća serija ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III) i nadalje privlačan izvor financiranja za banke, koje se tako podupiru u kreditiranju poduzeća i kućanstava. Nastavak reinvestiranja glavnica dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a i nastavak neto mjesečnih kupnja vrijednosnih papira u iznosu od 20 mlrd. EUR u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) također su potpomogli uvjete financiranja upućujući na prisutnost Eurosustava na tržištima tijekom pandemije, ali i nakon toga.

Produljenje i pooštavanje mjera za sprječavanje širenja zaraze nepovoljno su utjecali na gospodarsku aktivnost u prvom tromjesečju, a ukupna inflacija naglo je porasla.

U prvim mjesecima godine širenje sojeva virusa te povezano produljenje i pooštavanje mjera za sprječavanje širenja zaraze sve su više nepovoljno djelovali na gospodarsku aktivnost, a ukupna inflacija počela je znatno rasti s negativnih razina zbog činitelja specifičnih za pojedine zemlje i tehničkih činitelja (uključujući bazne učinke), kao i znatnog porasta cijena energije. Međutim, temeljni cjenovni pritisci ostali su prigušeni u uvjetima i nadalje slabe potražnje i znatnih slabosti na tržištu rada i proizvoda. Dugoročnije nerizične kamatne stope i prinosi na državne obveznice nastavili su rasti nakon sastanka Upravnog vijeća u prosincu. S obzirom na to da su te tržišne kamatne stope ključne referentne kamatne stope koje se primjenjuju pri određivanju cijena drugih instrumenata tržišta kapitala (npr. korporativnih i bankovnih obveznica), kao i u određivanju cijena bankovnih kredita kućanstvima i poduzećima, šokovi koji proizlaze iz tih kamatnih stopa kasnije utječu na šire uvjete financiranja. Znatni i postojani rast tih tržišnih kamatnih stopa mogao bi stoga prouzročiti prerano pooštavanje uvjeta financiranja za sve sektore gospodarstva. Time bi se dovela u pitanje obveza Upravnog vijeća preuzeta u

¹⁹ U prosincu 2020. Upravno vijeće ponovo je prilagodilo svoje instrumente monetarne politike na sljedeći način: prvo, kamatne stope na glavne operacije refinanciranja (0,00 %), na mogućnost granične posudbe od središnje banke (0,25 %) i na mogućnost deponiranja kod središnje banke (–0,50 %) ostale su nepromijenjene. Upravno vijeće izjavilo je da očekuje da će ključne kamatne stope ESB-a biti na sadašnjim ili nižim razinama dok ne vidi snažno približavanje inflacijskih izgleda razini koja je dovoljno blizu, ali ispod 2 % u projekcijskom razdoblju, i dok ne vidi da je dinamika temeljne inflacije dosljedno u skladu s tim kretanjem. Drugo, iznos hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP) povećan je za 500 mlrd. EUR, na ukupno 1.850 mlrd. EUR, a razdoblje za neto kupnje produljeno je najmanje do kraja ožujka 2022. Upravno vijeće izjavilo je da će u svakom slučaju provoditi neto kupnje dok ne zaključi da je kriza uzrokovana koronavirusom prošla. Reinvestiranje glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu PEPP-a produljeno je najmanje do kraja 2023. Treće, prilagođeni su uvjeti treće serije ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO III). Četvrto, trajanje mjera ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom donesenih 7. i 22. travnja 2020. produljeno je do lipnja 2022. Peto, Upravno vijeće izjavilo je da će se u 2021. ponuditi četiri dodatne hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije (operacije PELTRO). Šesto, izjavilo je da će se neto kupnje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (APP) nastaviti mjesečnom dinamikom od 20 mlrd. EUR i da očekuje da će se kupnje provoditi onoliko dugo koliko bude potrebno za jačanje akomodativnog utjecaja kamatnih stopa monetarne politike i prestati malo prije nego što ono počne povećavati ključne kamatne stope ESB-a. Upravno vijeće izjavilo je da namjerava i nadalje u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu APP-a tijekom duljeg razdoblja nakon što počne povećavati ključne kamatne stope ESB-a, u svakom slučaju onoliko dugo koliko to bude potrebno za održavanje povoljnih likvidnosnih uvjeta i visokog stupnja monetarne akomodacije. Sedmo, Upravno vijeće izjavilo je da će se stalno raspoloživa mogućnost repo operacija za središnje banke Eurosustava (EUREP) i sve privremene linije za ugovore o razmjeni i repo ugovore sa središnjim bankama izvan europodručja produljiti do ožujka 2022. Naposljetku, izjavilo je i da će se redovite operacije kreditiranja putem raspodjele punog iznosa likvidnosti na aukcijama s nepromjenjivom kamatnom stopom nastaviti provoditi po postojećim uvjetima dokle god to bude potrebno.

prosincu 2020. i siječnju 2021. da očuva povoljne uvjete financiranja tijekom pandemije i da spriječi svako pooštavanje koje nije u skladu sa suzbijanjem učinka pandemije na snižavanje projicirane inflacije. Pooštavanje uvjeta financiranja povećalo bi neizvjesnost i smanjilo povjerenje, što bi dodatno smanjilo gospodarsku aktivnost i ugrozilo srednjoročnu stabilnost cijena.

Upravno je vijeće u ožujku povećalo iznos neto kupnja vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a nakon porasta tržišnih kamatnih stopa.

S obzirom na to da su se u ožujku uvjeti financiranja pooštrili i da se inflacijski izgledi nisu poboljšali, Upravno vijeće odlučilo je u sljedećem tromjesečju provoditi neto kupnje u sklopu PEPP-a znatno brže nego u prvim mjesecima godine. Preostale mjere politike iz prosinca ponovo su potvrđene.²⁰ Dinamika neto kupnja i ostale mjere u travnju nisu promijenjene jer su najnoviji podatci potvrdili zajedničku ocjenu uvjeta financiranja i inflacijskih izgleda koja je provedena na sastanku u ožujku.

Ponovno otvaranje gospodarstva i nova strategija

U projekcijama stručnjaka Eurosustava iz lipnja predviđeno je da će inflacija rasti u 2021., a nakon toga se ponovo smanjivati u 2022.

Sredinom godine kretanje broja novozaraženih virusom COVID-19 i napredak u provedbi cijepljenja omogućili su ponovno otvaranje gospodarstva europodručja. Unatoč pojavi novih sojeva virusa, pritisak na zdravstvene sustave bio je u padu. Makroekonomske projekcije stručnjaka Eurosustava za europodručje iz lipnja upućivale su na daljnji rast inflacije u drugoj polovini 2021. i na ponovno smanjenje u 2022. zbog očekivanih slabljenja privremenih činitelja. Temeljni inflacijski pritisci trebali su postupno rasti tijekom cijelog projekcijskog razdoblja, a projekcije harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC) bez energije i prehrambenih proizvoda revidirane su naviše. Međutim, i nadalje se predviđalo da će ukupna inflacija ostati ispod ciljane razine Upravnog vijeća tijekom cijelog projekcijskog razdoblja i da će temeljna inflacija također ostati ispod razine od 2 %. Uvjeti financiranja za poduzeća i kućanstva ostali su stabilni, a tržišne kamatne stope dodatno su se povećale u razdoblju prije sastanka Upravnog vijeća 10. lipnja. To je djelomično bilo zbog poboljšanih gospodarskih izgleda, ali je Upravno vijeće smatralo da bi svako pooštavanje općih uvjeta financiranja bilo preuranjeno i stvaralo bi rizik za kontinuirani oporavak i inflacijske izgleda.

Budući da su izgledi za inflaciju nakon kratkoročnog razdoblja i nadalje bili ispod srednjoročne inflacijske putanje koja je predviđena prije pandemije i s obzirom na rizik pooštavanja uvjeta financiranja, Upravno je vijeće u lipnju odlučilo nastaviti s neto kupnjama vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a znatno snažnijom dinamikom nego u prvim mjesecima godine, a potvrdilo je i sve druge mjere monetarne politike.

ESB je dovršio preispitivanje svoje strategije monetarne politike u srpnju 2021. i uveo simetričan inflacijski cilj od 2 %.

Upravno vijeće završilo je 8. srpnja preispitivanje svoje strategije monetarne politike (vidi odjeljak 2.4.). Nova strategija uključivala je dva ključna činitelja koji su se trebali odražavati u monetarnoj politici Upravnog vijeća: prvo, donošenje novoga simetričnoga inflacijskog cilja od 2 % u srednjoročnom razdoblju i drugo, uvjetna opredijeljenost da se pri provođenju monetarne politike u okruženju strukturno niskih nominalnih kamatnih stopa u obzir uzmu implikacije efektivne donje granice, što bi zahtijevalo posebno snažne ili postojeće mjere monetarne politike kada se gospodarstvo nalazi blizu donje granice. Radi ostvarenja novog cilja i u skladu sa

²⁰ Vidi prvu bilješku u odjeljku 2.1.

svojom strategijom monetarne politike Upravno je vijeće stoga na sastanku o monetarnoj politici u srpnju revidiralo svoje smjernice buduće monetarne politike u vezi s ključnim kamatnim stopama ESB-a, čime je putanju svoje politike povezal o s tri određena uvjeta koji se odnose na inflacijske izgled e. Upravno vijeće izjavilo je da se očekuje da će ključne kamatne stope ESB-a ostati na sadašnjim ili nižim razinama sve dok ne zaključi da je inflacija doseg nula 2 % znatno prije kraja projekcijskog horizonta i da će ostati trajno na toj razini tijekom preostalog dijela projekcijskog razdoblja i dok ne zaključi da je ostvaren napredak povezan s temeljnom inflacijom dovoljno napredovao da bude u skladu sa stabiliziranjem inflacije na razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Izjavilo je i da to može uključivati i prijelazno razdoblje u kojem je inflacija umjereno viša od ciljane razine.

U srpnju je Upravno vijeće potvrdilo svoju procjenu iz ožujka, koja je bila u skladu s očuvanjem povoljnih uvjeta financiranja.

U razdoblju prije srpanjskoga sastanka tržišne kamatne stope smanjile su se, a uvjeti financiranja za većinu poduzeća i kućanstava ostali su na povoljnim razinama. Iako je inflacija nastavila rasti, uglavnom se očekivalo da će to biti privremeno, a izgledi za srednjoročno razdoblje ostali su prigušeni. Gospodarski oporavak u europodručju bio je u skladu s planovima, iako je širenje delta-soja koronavirusa bilo sve veći izvor neizvjesnosti. Smatralo se da je očuvanje povoljnih uvjeta financiranja nužno kako bi se osiguralo da se gospodarski oporavak pretvori u trajni rast i da bi se neutralizirao negativan učinak pandemije na inflaciju. Upravno vijeće stoga je i nadalje očekivalo da će se neto kupnje u sklopu PEPP-a provoditi znatno snažnijom dinamikom nego u prvim mjesecima godine. Također je potvrdilo i druge mjere politike.

Podupiranje prijelaza na stabilan gospodarski oporavak i, naposljetku, povratak inflacije na ciljanu razinu od 2 %

Projekcije stručnjaka ESB-a iz rujna obuhvaćale su daljnje revizije naviše inflacije tijekom projekcijskog razdoblja.

Faza ponovnog jačanja oporavka gospodarstva europodručja napredovala je do rujna, pa se očekivalo da će proizvodnja do kraja godine premašiti razinu zabilježenu prije izbijanja pandemije. Novim makroekonomskim projekcijama stručnjaka ESB-a za europodručje projekcije inflacije za 2021. revidirane su naviše zbog visokih troškovnih pritisaka koji su proizlazili iz privremenih manjkova materijala i opreme i nadalje većeg doprinosa cijena energije nego što se očekivalo te učinaka privremenog smanjenja stope PDV-a u Njemačkoj između srpnja i prosinca 2020. Međutim, i nadalje se smatralo da će inflacija u 2023. biti znatno niža od 2 %, iako je revidirana neznatno naviše u skladu s boljim izgledima za rast i bržim smanjivanjem razine neiskorištenosti gospodarskih kapaciteta. Mjerila inflacijskih očekivanja zasnovana na tržišnim pokazateljima nastavila su rasti i bila su znatno viša od najnižih razina tijekom pandemije, ali su i nadalje ostala ispod srednjoročnog cilja ESB-a od 2 % za inflaciju mjerenu HIPC-om. Uvjeti financiranja za poduzeća, kućanstva i javni sektor i nadalje su bili povoljni, a kamatne stope banaka na kredite bile su na dosad najnižim razinama.

Upravno vijeće odlučilo je od rujna umjereno smanjiti iznos neto kupnja vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a u okružju povoljnih uvjeta financiranja i boljih srednjoročnih inflacijskih izgleda.

Na osnovi blagog poboljšanja srednjoročnih inflacijskih izgleda i s obzirom na prevladavajuću razinu uvjeta financiranja, Upravno vijeće procijenilo je u rujnu da bi se povoljni uvjeti financiranja mogli zadržati uz malo nižu razinu neto kupnja vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a u odnosu na prethodna dva tromjesečja. Upravno je vijeće potvrdilo svoje druge mjere.

Upravno je vijeće u listopadu ponovo potvrdilo svoje stajalište iz rujna.

Kada se Upravno vijeće sastalo u listopadu, gospodarstvo europodručja nastavilo se snažno oporavljati. Ipak, zamah rasta u određenoj je mjeri postao umjereniji, osobito jer su manjkovi materijala, opreme i radne snage kočili proizvodnju u nekim sektorima. Inflacija je nastavila rasti, ponajprije zbog snažnog rasta cijena energije, ali i zbog toga što je oporavak potražnje premašivao ograničenu ponudu. Očekivalo se da će inflacija nastaviti rasti u kratkoročnom razdoblju, a da će se potom smanjivati tijekom sljedeće godine. Tržišne kamatne stope rasle su od rujna. Uvjeti financiranja za gospodarstvo ipak su ostali povoljni, posebice zbog toga što su kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima i nadalje bile na najnižim razinama dosad. Upravno vijeće stoga je ponovo potvrdilo svoje stajalište iz rujna, pri čemu su dinamika neto kupnja u sklopu PEPP-a i sve ostale njegove mjere ostale nepromijenjene.

U projekcijama stručnjaka Eurosustava iz prosinca inflacija je revidirana naviše, a rast je usporen u kratkoročnom razdoblju, dok je za 2022. predviđeno jačanje rasta i pad inflacije.

Do kraja godine nova ograničenja i neizvjesnost povezani s pandemijom, posebice zbog pojave omikron-soja koronavirusa, kontinuirani manjkovi materijala, opreme i radne snage te znatno više cijene energije ograničavali su gospodarsku aktivnost. Zbog usporavanja rasta u posljednjem tromjesečju godine i očekivanja da će se to nastaviti u prvom dijelu 2022. u prosincu je došlo do revizije naniže u projekcijama stručnjaka Eurosustava za rast u 2022. Ipak, očekuje se da će gospodarski rast tijekom 2022. ponovo snažno porasti. Inflacija je u studenome nastavila rasti po višoj stopi nego što je bilo predviđeno, ali očekuje se da će se smanjivati tijekom 2022. Tržišni pokazatelji dugoročnih inflacijskih očekivanja i mjerila tih očekivanja zasnovana na anketama primaknuli su se malo bliže 2 %. Očekivalo se da će to, zajedno s postupnim povratkom gospodarstva na pune kapacitete i daljnjim poboljšanjima na tržištu rada koja podupiru brži rast plaća, u srednjoročnom razdoblju pridonijeti porastu temeljne inflacije i dovesti ukupnu inflaciju na ciljanu razinu Upravnog vijeća. Stoga su projekcije stručnjaka iz prosinca za ukupnu i temeljnu inflaciju revidirane naviše u odnosu na rujna, premda su na razini od 1,8 % u 2024. i nadalje bile niže od ciljane razine inflacije mjerene HIPC-om. Uvjeti financiranja za gospodarstvo ostali su povoljni u prosincu, pri čemu su tržišne kamatne stope ostale uglavnom stabilne nakon sastanka Upravnog vijeća u listopadu, a kamatne stope banaka na kredite poduzećima i kućanstvima ostale su na najnižim razinama dosad.

U prosincu je Upravno vijeće najavilo postupno smanjivanje dinamike mjesečnih kupnja vrijednosnih papira od prvog tromjesečja 2022., prestanak neto kupnja u sklopu PEPP-a krajem ožujka i fleksibilno reinvestiranje u sklopu PEPP-a najmanje do kraja 2024.

Na sastanku o monetarnoj politici u prosincu Upravno vijeće ocijenilo je da je napredak u gospodarskom oporavku i približavanju srednjoročnom inflacijskom cilju omogućio postupno smanjivanje dinamike kupnja vrijednosnih papira u sljedećim tromjesečjima. Istodobno je i nadalje bila potrebna monetarna akomodacija kako bi se inflacija ustalila na 2 % u srednjoročnom razdoblju, a u okružju neizvjesnosti bila je naglašena potreba za održavanjem prilagodljivosti i otvorenosti za različite opcije u provođenju monetarne politike. Upravno je vijeće, s obzirom na to, donijelo sljedeće odluke.

Prvo, Upravno vijeće očekivalo je da će u prvom tromjesečju 2022. smanjiti dinamiku neto kupnja vrijednosnih papira u sklopu PEPP-a i obustaviti neto kupnje krajem ožujka 2022.

Drugo, produljilo je razdoblje reinvestiranja glavnica u sklopu PEPP-a. Upravno vijeće izrazilo je namjeru da reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira

kupljenih u sklopu tog programa najmanje do kraja 2024. U svakom slučaju, budućim postupnim zatvaranjem portfelja PEPP-a upravljalo bi se tako da se izbjegne njegov nepovoljan utjecaj na primjerenu monetarnu politiku.

Treće, Upravno vijeće naglasilo je da se u pandemiji pokazalo da je, u stresnim uvjetima, prilagodljivost u oblikovanju i provedbi kupnja vrijednosnih papira pridonijela jačanju oslabljene transmisije monetarne politike i učinkovitosti njegovih nastojanja da ostvari svoj cilj. U sklopu ovlasti Upravnog vijeća, u stresnim uvjetima, prilagodljivost bi stoga ostala obilježje monetarne politike kad god bi prijetnje transmisiji monetarne politike ugrozile cjenovnu stabilnost. Posebice, dođe li ponovo do fragmentacije tržišta povezane s pandemijom, reinvestiranje u sklopu PEPP-a moglo bi se u svakom trenutku prilagoditi s obzirom na vrijeme, kategorije imovine i jurisdikcije. To bi moglo uključivati kupnju obveznica koje je izdala Helenska Republika nevezano uz obnavljanja ili otkupe kako bi se izbjegli poremećaji kupnja u toj jurisdikciji, koji bi mogli poremetiti transmisiju monetarne politike u grčkom gospodarstvu dok se ono još oporavlja od pandemije. Neto kupnje u sklopu PEPP-a mogu također ponovo početi, ako to bude potrebno, kako bi se suzbili negativni šokovi povezani s pandemijom.

Četvrto, u skladu s postupnim smanjivanjem kupnja vrijednosnih papira i kako bi stajalište monetarne politike i nadalje bilo u skladu sa stabiliziranjem inflacije na ciljnoj razini u srednjoročnom razdoblju, Upravno vijeće odlučilo se za mjesečnu dinamiku neto kupnja u sklopu APP-a u iznosu od 40 mlrd. EUR u drugom tromjesečju 2022. i 30 mlrd. EUR u trećem tromjesečju. Od listopada 2022. nadalje neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu APP-a provodile bi se mjesečnom dinamikom od 20 mlrd. EUR onoliko dugo koliko to bude potrebno za jačanje akomodativnog utjecaja kamatnih stopa monetarne politike. Upravno vijeće očekivalo je da će neto kupnje prestati malo prije nego što ono počne povećavati ključne kamatne stope ESB-a.

Upravno vijeće također je izrazilo svoju namjeru da i nadalje u potpunosti reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu APP-a tijekom duljeg razdoblja nakon što počne povećavati ključne kamatne stope ESB-a, a u svakom slučaju onoliko dugo koliko to bude potrebno za održavanje povoljnih likvidnosnih uvjeta i visokog stupnja monetarne akomodacije.

Razina ključnih kamatnih stopa ESB-a i smjernice buduće monetarne politike povezane s budućom putanjom kamatnih stopa monetarne politike potvrđeni su.

Upravno vijeće također je izjavilo da će nastaviti pratiti uvjete financiranja za banke i pobrinut će se da dospjele operacije TLTRO III ne ugrožavaju neometanu transmisiju monetarne politike. Osim toga, redovito će ocjenjivati doprinos ciljanih operacija kreditiranja stajalištu monetarne politike. Upravno vijeće izjavilo je da očekuje, kao što je prethodno najavljeno, da se posebni uvjeti u sklopu operacija TLTRO III neće primjenjivati poslije lipnja 2022. Ocijenilo bi i primjerenu kalibraciju sustava dviju naknada za pričuve kako politika negativne kamatne stope ne bi ograničila sposobnost banaka u financijskom posredovanju u uvjetima obilnog viška likvidnosti. Naposljetku, Upravno vijeće ponovo je potvrdilo da je spremno po potrebi prilagoditi

sve svoje instrumente kako bi se inflacija ustalila na njegovoj ciljnoj razini od 2 % u srednjoročnom razdoblju.

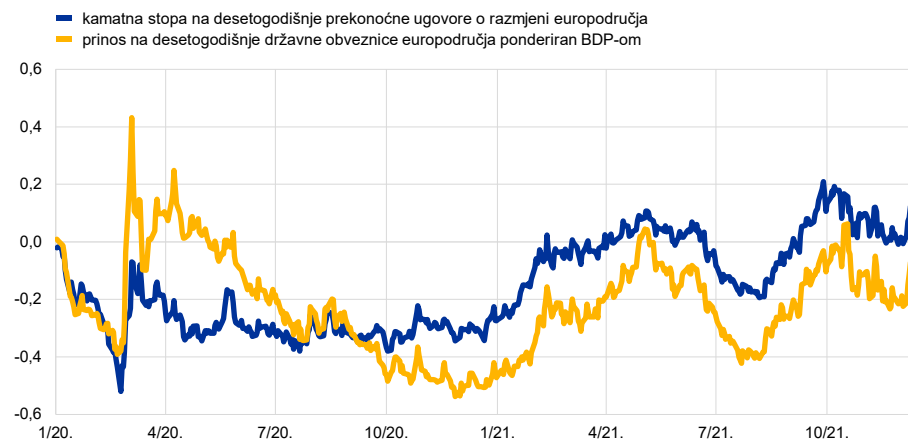
Akomodativna monetarna politika i prilagođene mjere osigurale su povoljne uvjete financiranja i suzbile negativan učinak pandemije na inflaciju.

Ukratko, tijekom 2021. zadržana je znatna akomodacija monetarne politike kako bi se suzbio negativan učinak pandemije na inflacijske izgledе. Prilagođavanja sveobuhvatnog skupa mjera pridonijela su održavanju povoljnih uvjeta financiranja. Mjere su bile učinkovite u obuzdavanju prinosa na državne obveznice (vidi Grafikon 2.1.), koji su osnova za troškove financiranja za kućanstva, poduzeća i banke. Također su zadržale vrlo povoljne troškove financiranja banaka (vidi Grafikon 2.2.). Osim toga, tim mjerama osigurano je i da kućanstva i poduzeća ostvaruju korist od tih povoljnih uvjeta financiranja, a kamatne stope na kredite pale su na nove najniže razine od 1,31 % odnosno 1,36 % godišnje (vidi Grafikon 2.3.). Inflacija je znatno porasla u drugoj polovini godine, a gospodarstvo se općenito nastavilo oporavljati. S obzirom na napredak u gospodarskom oporavku i približavanju srednjoročnom inflacijskom cilju, Upravno vijeće odlučilo je da će od početka 2022. početi postupno smanjivati kupnje vrijednosnih papira. Ukupno gledajući, odgovor monetarne politike u 2021. osigurao je povoljne uvjete financiranja, podupirući nastavak gospodarskog oporavka i konvergenciju inflacije prema cilju Upravnog vijeća.

Grafikon 2.1.

Prinos na desetogodišnje državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om i desetogodišnji prekonoćni kamatni ugovori o razmjeni

(postotci na godišnjoj razini)



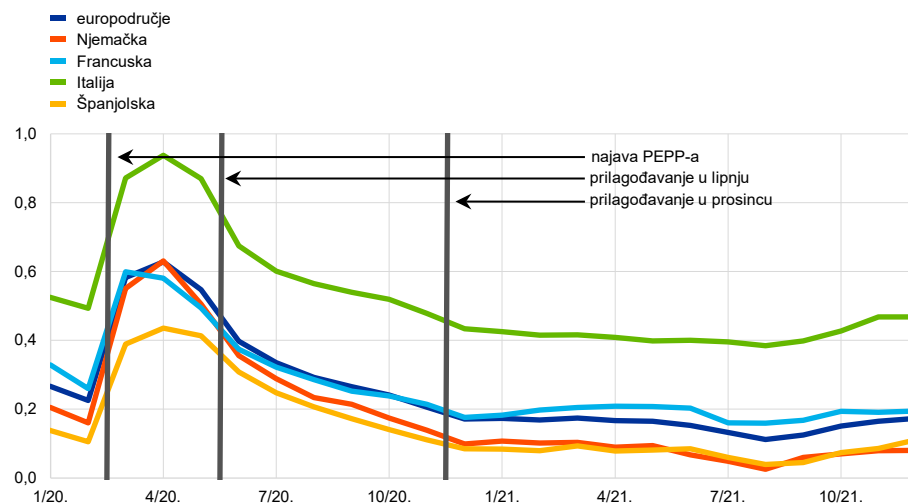
Izvor: izračun ESB-a

Napomene: Posljednji podatci odnose se na 31. prosinca 2021.

Grafikon 2.2.

Složeni trošak dužničkog financiranja za banke

(složeni trošak financiranja depozitima i neosiguranim tržišnim dugom, postotci na godišnjoj razini)



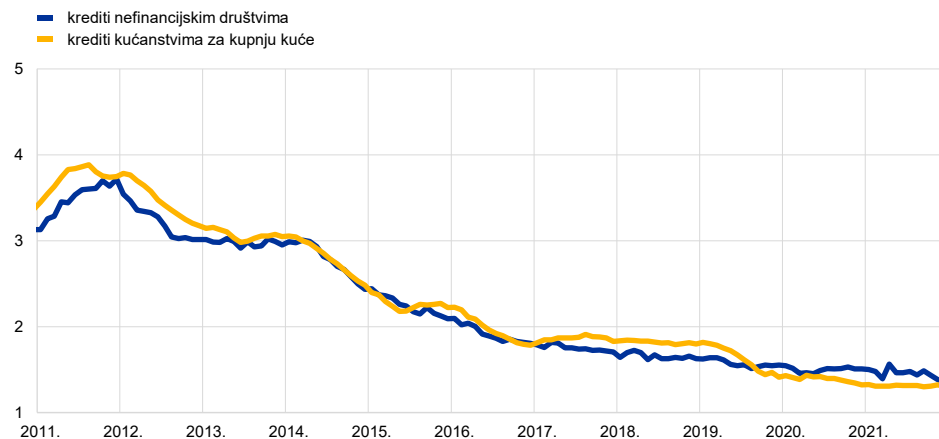
Izvori: ESB, Markit iBoxx i izračun ESB-a

Napomene: Složeni trošak depozita izračunava se kao prosjek kamatnih stopa na nove prekonoćne depozite, depozite s ugovorenim rokom dospijeća i depozite s otkaznim rokom, ponderiranih odgovarajućim nepodmirenim iznosima. Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021.

Grafikon 2.3.

Složene kamatne stope banaka na kredite nefinancijskim društvima i kućanstvima

(postotci na godišnjoj razini)



Izvor: ESB

Napomene: Složene kamatne stope banaka na kredite izračunavaju se agregiranjem kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa uporabom 24-mjesečnog pomičnog prosjeka iznosa novih poslova. Posljednji podatci odnose se na prosinac 2021.

2.2. Kontinuirani rast bilance Eurosustava uz i nadalje prisutne izazove

Veličina bilance Eurosustava povećala se za 23 % u 2021.

Eurosustav je u 2021. nastavio provoditi mjere uvedene kao odgovor na izbijanje pandemije bolesti COVID-19, a to su PEPP, operacije PELTRO i prilagođeni TLTRO III, kao i kupnje vrijednosnih papira u sklopu APP-a. Zbog tih mjera bilanca

Eurosustava porasla je za 23 % (1,6 bil. EUR) u 2021. te je na kraju godine dosegla dosad najveći iznos od 8,6 bil. EUR.

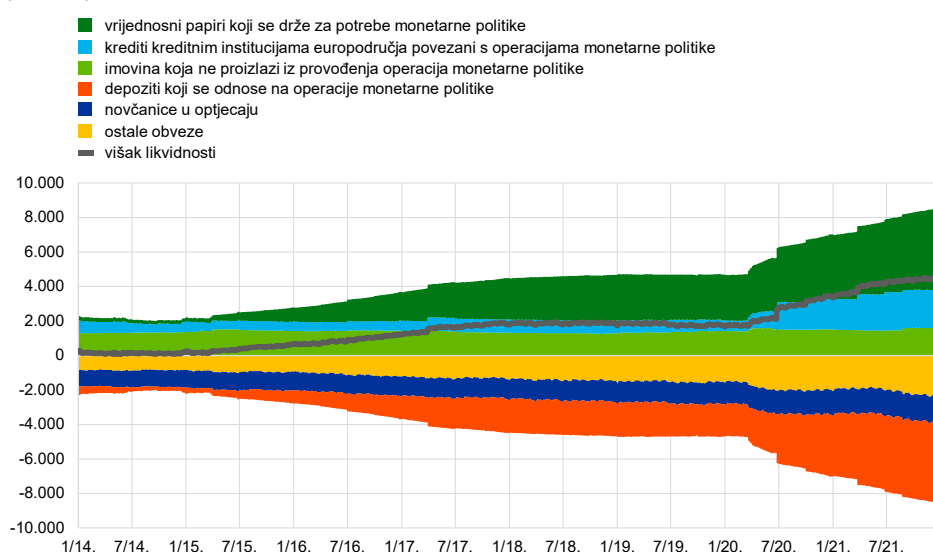
Na kraju 2021. stavke povezane s monetarnom politikom na strani imovine u bilanci Eurosustava iznosile su 6,9 bil. EUR. Te stavke uključivale su kredite kreditnim institucijama europodručja, koji su iznosili 26 % ukupne imovine (jednako postotku na kraju 2020.), i vrijednosne papire koji se drže za potrebe monetarne politike, na koje se odnosilo 55 % ukupne imovine (povećanje u odnosu na 53 % na kraju 2020.) (vidi Grafikon 2.4.). Ostala financijska imovina u bilanci uglavnom je obuhvaćala devizna sredstva i zlato koje drži Eurosustav i portfelje nominirane u eurima koji se ne drže za potrebe monetarne politike.

Na strani obveza ukupan iznos sredstava pričuva kreditnih institucija i korištenja novčanih depozita drugih ugovornih strana porastao je na 4,3 bil. EUR (s 3,5 bil. EUR na kraju 2020.) te je činio 50 % obveza na kraju 2021. (jednako postotku na kraju 2020.). Novčanice u optjecaju rasle su po stopi višoj od prijašnjeg trenda rasta i dosegnule su 1,5 bil. EUR (u odnosu na 1,4 bil. EUR na kraju 2020.), a iznosile su 18 % obveza na kraju 2021. (što je smanjenje u odnosu na 21 % na kraju 2020.). Ostale obveze, uključujući kapitalni i revalorizacijski račun, povećale su se na 2,7 bil. EUR (s 2,1 bil. EUR na kraju 2020.) i činile su 32 % ukupnih obveza (povećanje s 29 % na kraju 2020.) (vidi Grafikon 2.4.). Povećanje ostalih obveza uglavnom je posljedica povećanja državnih depozita s 516 mlrd. EUR na 590 mlrd. EUR, što je 22 % ostalih obveza (pad u odnosu na 25 % na kraju 2020.), i protustavke posebnim pravima vučenja Međunarodnoga monetarnog fonda, koja je porasla na 179 mlrd. EUR (s 55 mlrd. EUR na kraju 2020.) i činila 7 % ostalih obveza (povećanje u odnosu na 3 % na kraju 2020.).

Grafikon 2.4.

Kretanje konsolidirane bilance Eurosustava

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomene: Pozitivni podatci odnose se na imovinu, a negativni na obveze. Linija za višak likvidnosti predstavljena je kao pozitivan podatak iako se odnosi na zbroj sljedećih stavki obveza: stanje na tekućim računima iznad obvezne pričuve i korištenje novčanih depozita.

Kako bi sustav dviju naknada za pričuve kreditnih institucija bio transparentniji, ESB je u srpnju 2020. odlučio objaviti povezane agregirane podatke na razini Eurosustava i na nacionalnoj razini. To također omogućuje bolji uvid u kretanje sredstava pričuva, koje su najveća stavka obveza u bilanci Eurosustava. Naime, Eurosustav sada objavljuje prosječne vrijednosti razdoblja održavanja pričuva koje se odnose na minimalne obvezne pričuve, stanja na tekućim računima i višak pričuva na nacionalnoj razini. Podatci Eurosustava i nacionalni podatci o dopuštenom izuzeću za sustav dviju naknada, izuzetom i neizuzetom višku pričuva i neiskorištenome dopuštenom izuzeću također se objavljuju redovito.

Dospijeće portfelja APP-a i PEPP-a i distribucija po kategorijama imovine i jurisdikcijama

Kupnje vrijednosnih papira u sklopu APP-a i PEPP-a nastavile su se u 2021.

APP obuhvaća četiri programa kupnje vrijednosnih papira: treći program kupnje pokrivenih obveznica (CBPP3), program kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (ABSPP), program kupnje vrijednosnih papira javnog sektora (PSPP) i program kupnje vrijednosnih papira sektora poduzeća (CSPP). PEPP je uveden 2020. kao odgovor na pandemiju. Sve kategorije imovine prihvatljive u sklopu APP-a također su prihvatljive za PEPP. Eurosustav je u 2021. nastavio provoditi kupnje vrijednosnih papira u sklopu APP-a i PEPP-a. Kupnje su provedene neometano i u skladu s odgovarajućim postojećim tržišnim uvjetima.

Na kraju 2021. APP je iznosio 3,1 bil. EUR.

Na kraju 2021. APP je iznosio 3,1 bil. EUR (po amortiziranom trošku). PSPP je činio najveći dio APP-a, u iznosu od 2,5 bil. EUR, a na njega se odnosilo 80 % ukupnog stanja APP-a na kraju 2021., što je jednako udjelu na kraju 2020. U sklopu PSPP-a raspodjela kupnja na jurisdikcije određuje se prema ključu kapitala ESB-a na osnovi stanja. Usto, neke nacionalne središnje banke kupile su vrijednosne papire koje su izdale nadnacionalne institucije EU-a, uključujući obveznice izdane 2021. za financiranje plana oporavka Next Generation EU. Ponderirano prosječno dospijeće stanja PSPP-a iznosilo je 7,3 godine na kraju 2021., što je jednako kao na kraju 2020., uz određene razlike među jurisdikcijama. Na ABSPP odnosilo se 1 % (28 mlrd. EUR), na CBPP3 9,5 % (298 mlrd. EUR), a na CSPP 10 % (310 mlrd. EUR) ukupnog stanja APP-a na kraju godine. Među programima kupnje vrijednosnih papira privatnog sektora CSPP je najviše pridonio rastu stanja APP-a u 2021., sa 61 mlrd. EUR neto kupnja. Kupnje u sklopu CSPP-a i CBPP3 određuju se prema referentnoj vrijednosti koja odražava tržišnu kapitalizaciju svih prihvatljivih nepodmirenih korporativnih odnosno pokrivenih obveznica.

Na kraju 2021. PEPP je iznosio 1,6 bil. EUR.

Na kraju 2021. PEPP je iznosio 1,6 bil. EUR (po amortiziranom trošku). Na pokrivene obveznice odnosilo se manje od 1 % (6 mlrd. EUR), na korporativni sektor 3 % (44 mlrd. EUR), a na javni sektor 97 % (1.531 mlrd. EUR).

Kada je riječ o kupnjama vrijednosnih papira javnog sektora u sklopu PEPP-a, ključ kapitala ESB-a jest referentna vrijednost za raspodjelu kupnja na jurisdikcije na osnovi stanja. Istodobno, kupnje su se provodile fleksibilno, što je dovodilo do fluktuacija u raspodjeli tokova kupnje tijekom vremena po kategorijama imovine i jurisdikcijama. Ponderirano prosječno dospijeće ulaganja u vrijednosne papire

javnog sektora u sklopu PEPP-a iznosilo je 7,6 godina na kraju 2021., uz određene razlike među jurisdikcijama.

Eurosustav je reinvestirao glavnice dospjelih vrijednosnih papira iz portfelja APP-a i PEPP-a. Otkupi vrijednosnih papira privatnog sektora dosegli su 82 mlrd. EUR u 2021., a otkupi vrijednosnih papira javnog sektora u sklopu PSPP-a i PEPP-a dosegli su 362 mlrd. EUR. Vrijednosni papiri kupljeni u sklopu PSPP-a, CSPP-a i CBPP3 i nadalje su bili raspoloživi za pozajmljivanje vrijednosnih papira kako bi se poduprla likvidnost tržišta obveznica i repo ugovora. Ulaganja u sklopu PEPP-a dostupna su i za pozajmljivanje vrijednosnih papira pod istim uvjetima kao u sklopu APP-a. U studenome 2021. Upravno vijeće povećalo je ograničenje pozajmljivanja vrijednosnih papira na osnovi gotovinskoga kolaterala na 150 mlrd. EUR zbog znatnog povećanja ulaganja Eurosustava u vrijednosne papire.

Kretanja operacija refinanciranja Eurosustava

Nepodmireni iznos operacija refinanciranja Eurosustava iznosio je 2,2 bil. EUR na kraju 2021.

Nepodmireni iznos operacija refinanciranja Eurosustava iznosio je 2,2 bil. EUR na kraju 2021., što je povećanje od 409 mlrd. EUR od kraja 2020. To je povećanje posljedica neto učinka iznosa dodijeljenog seriji TLTRO III, koji je u 2021. iznosio 449 mlrd. EUR. Dobrovoljne prijevremene otplate u iznosu od 139 mlrd. EUR i dospjeće 15,7 mlrd. EUR serije TLTRO II i 23,2 mlrd. EUR operacija PELTRO (neto iznos dodijeljen u 2021.) imali su ograničen utjecaj na ukupne nepodmirene iznose. Ponderirano prosječno dospjeće nepodmirenog iznosa operacija refinanciranja Eurosustava smanjilo se s oko 2,4 godine na kraju 2020. na oko 1,74 godine na kraju 2021.

ESB-ove mjere ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom

Mjere ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom, koje je Upravno vijeće donijelo u travnju 2020., nastavile su se primjenjivati u 2021. Među njima su bili proširenje vrsta kreditnih potraživanja koja su prihvatljiva kao kolateral (uključujući kredite osigurane sustavima jamstava uspostavljenima u državama europodručja kao odgovor na pandemiju), smanjenje korektivnih faktora za kolateral za točno 20 %, održavanje prihvatljivosti – pod određenim uvjetima – za vrijednosne papire koji su na početku pandemije ispunjavali zahtjeve kreditne kvalitete te izuzeće od zahtjeva za minimalni kreditni rejting za utržive dužničke vrijednosne papire koje je izdala Helenska Republika. Te privremene mjere, koje su produljene do lipnja 2022., i nadalje su bile ključan element odgovora monetarne politike ESB-a na pandemiju.

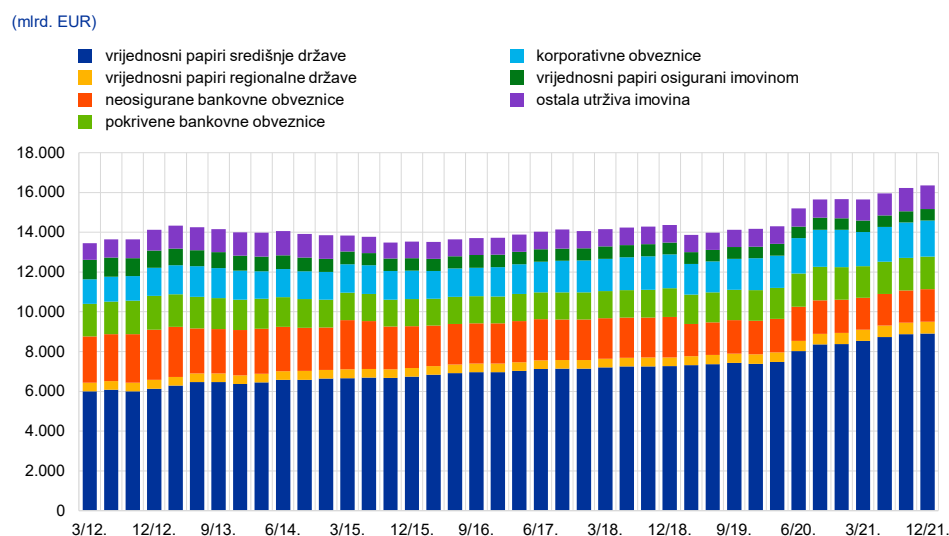
Iznos prihvatljivih utrživih vrijednosnih papira dosegao je 16,4 bil. EUR na kraju 2021.

Iznos prihvatljivih utrživih vrijednosnih papira povećan je za 695 mlrd. EUR i na kraju 2021. dosegao je 16,4 bil. EUR (vidi Grafikon 2.5.). To se povećanje uglavnom može pripisati vrijednosnim papirima središnje države, koji su i nadalje bili najveća kategorija imovine (8,9 bil. EUR). Ostale kategorije imovine obuhvaćale su korporativne obveznice (1,8 bil. EUR), pokrivene bankovne obveznice (1,6 bil. EUR) i neosigurane bankovne obveznice (1,6 bil. EUR). Na vrijednosne papire regionalnih

država (598 mlrd. EUR), vrijednosne papire osigurane imovinom (572 mlrd. EUR) i ostale utržive vrijednosne papire (1,2 bil. EUR) odnosio se relativno mali dio.

Grafikon 2.5.

Kretanja prihvatljivoga utrživoga kolaterala



Izvor: ESB

Napomene: Vrijednosti kolaterala jesu nominalne vrijednosti. Grafikon prikazuje prosjeke podataka na kraju mjeseca za svako razdoblje.

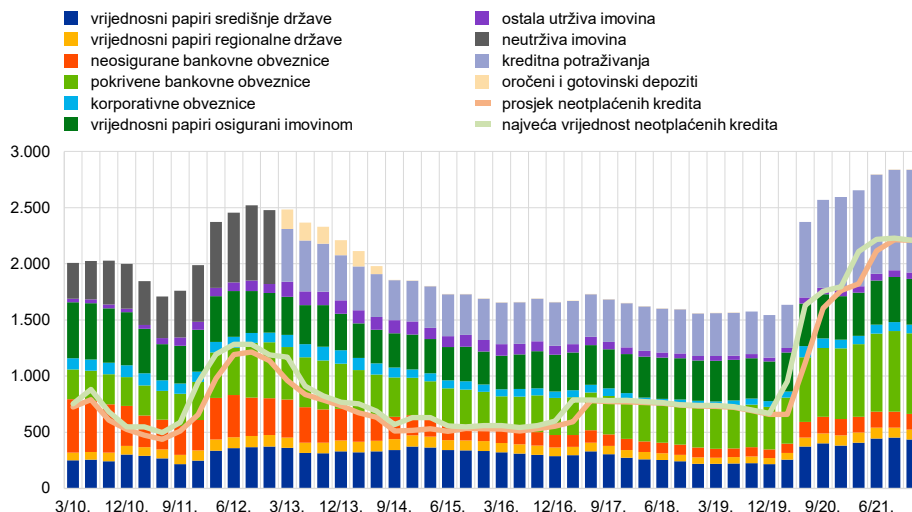
Iznos mobiliziranoga kolaterala dosegao je 2,8 bil. EUR na kraju 2021.

Iznos mobiliziranoga kolaterala povećao se za 243 mlrd. EUR u 2021. te je na kraju godine dosegao razinu od 2,8 bil. EUR (vidi Grafikon 2.6.). To se uglavnom može pripisati kreditnim potraživanjima (koja su iznosila 915 mlrd. EUR), pokrivenim bankovnim obveznicama (718 mlrd. EUR), vrijednosnim papirima središnje države (435 milijarde EUR) i vrijednosnim papirima osiguranim imovinom (406 mlrd. EUR). Neosigurane bankovne obveznice (141 mlrd. EUR), vrijednosni papiri regionalnih država (88 mlrd. EUR) i korporativne obveznice (77 mlrd. EUR) činili su manji dio ukupnoga mobiliziranoga kolaterala.

Grafikon 2.6.

Kretanja mobiliziranoga kolaterala

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Napomene: Od prvog tromjesečja 2013. „neutržiiva imovina“ dijeli se na „kreditna potraživanja“ i „oročene i gotovinske depozite“. Za kolateral prikazuju se prosjeci podataka na kraju mjeseca za svako razdoblje, a vrijednosti su prikazane nakon vrednovanja i korektivnih faktora. Za nepodmirene kredite se rabe dnevni podatci.

2.3. Financijski rizici povezani s APP-om i PEPP-om

Kao što je prethodno objašnjeno, neto kupnje u sklopu APP-a provodile su se s ciljem jačanja akomodativnog utjecaja kamatnih stopa monetarne politike ESB-a. APP je nadopunjen PEPP-om kako bi se suzbili ozbiljni rizici za transmisijski mehanizam monetarne politike i izgleda za gospodarstvo europodručja koje čini pandemija bolesti COVID-19.

Učinkovitost rizika ključno je načelo funkcije upravljanja rizicima Eurosustava.

Poput ostalih instrumenata monetarne politike, izravne kupnje vrijednosnih papira u sklopu APP-a i PEPP-a inherentno uključuju financijske rizike, kojima upravlja i koje kontrolira Eurosustav. Kada postoji nekoliko načina provedbe politike, funkcija upravljanja rizicima Eurosustava nastoji ostvariti učinkovitost rizika: ostvarenje ciljeva politike s najmanje rizika za Eurosustav.²¹

Na APP i PEPP primjenjuju se specifični okviri za kontrolu rizika.

Za APP i PEPP uspostavljeni su specifični okviri za kontrolu financijskih rizika. Njima se uzimaju u obzir ciljevi politike programa kao i obilježja i profili rizičnosti različitih vrsta vrijednosnih papira koji su kupljeni. Oba ta okvira sastoje se od kriterija prihvatljivosti, procjena kreditnog rizika i postupaka dubinske analize, okvira za određivanje cijena, referentnih vrijednosti i ograničenja. Okviri se primjenjuju na kupnju vrijednosnih papira, reinvestiranje glavnica dospjelih vrijednosnih papira i stanja vrijednosnih papira dokle su god u bilanci Eurosustava.

²¹ Vidi „The financial risk management of the Eurosystem’s monetary policy operations“, ESB, srpanj 2015.

Okviri za kontrolu rizika ne samo da ublažavaju financijske rizike već pridonose i ostvarenju ciljeva politike jer usmjeravaju kupnje vrijednosnih papira prema diversificiranoj i tržišno neutralnoj raspodjeli imovine, što je više moguće u okviru zadanog cilja. Usto, oblikovanje okvira za kontrolu rizika uzima u obzir nefinancijske rizike, kao što su pravni, operativni i reputacijski rizik.

U ovom se odjeljku opisuju sadašnji okviri za kontrolu financijskih rizika kojima se rukovodi provedba APP-a i PEPP-a.²² U Tablici 2.1. sažeto su prikazani ključni elementi tih okvira.

²² Vidi i stranicu „[Asset purchase programmes](#)” na mrežnim stranicama ESB-a.

Tablica 2.1.

Ključni elementi okvira za kontrolu rizika za APP i PEPP

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	PEPP (ABS, pokrivene obveznice i korporativne obveznice)	PEPP (vrijednosni papiri javnog sektora)
glavni kriteriji prihvatljivosti	vrijednosni papiri osigurani imovinom prihvatljivi kao kolateral za kreditne poslove Eurosustava; dodatni kriteriji za određivanje lokacija	pokrivene obveznice prihvatljive kao kolateral za vlastitu uporabu za kreditne poslove Eurosustava	korporativne obveznice i komercijalni zapisi prihvatljivi kao kolateral za kreditne poslove Eurosustava; dodatni kriteriji isključenja	obveznice središnjih, regionalnih i lokalnih država i obveznice koje su izdale priznate agencije i međunarodne ili nacionalne institucije koje se nalaze u europodručju ²⁾ , prihvatljive kao kolateral za kreditne poslove Eurosustava	isto kao i ABSPP, CBPP3 i CSPP	isto kao i PSPP
minimalna kreditna kvaliteta	CQS 3 ¹⁾	CQS 3	CQS 3	CQS 3	CQS 3 ¹⁾	CQS 3 izuzeće za dužničke vrijednosne papire koje je izdala Helenska Republika
minimalno preostalo dospijeće	nema	nema	6 mjeseci; 28 dana za komercijalne zapise	1 godina	isto kao i ABSPP, CBPP3 i CSPP	70 dana
maksimalno preostalo dospijeće	nema	nema	30 godina i 364 dana za obveznice; 365/366 dana za komercijalne zapise	30 godina i 364 dana	isto kao i ABSPP, CBPP3 i CSPP	isto kao i PSPP
ograničenja za izdanje	70 %	70 %	70 %, za javna poduzeća 33 % / 25 % (ovisno o CAC-u)	50 % za obveznice nacionalnih institucija, u ostalim slučajevima 33 % / 25 % (ovisno o CAC-u)	kupnja koja se smatra potrebnom i razmjernom	kupnja koja se smatra potrebnom i razmjernom
ograničenja za izdavatelja	nema	da	da	50 % za obveznice nacionalnih institucija, u ostalim slučajevima 33 %	kupnja koja se smatra potrebnom i razmjernom	kupnja koja se smatra potrebnom i razmjernom
procjene kreditnog rizika i postupci dubinske analize	da	da	da	nema	da	nema
preispitivanje cijena (naknadno)	da	da	da	da	da	da

Izvor: ESB

Napomene: ABS: vrijednosni papiri osigurani imovinom; CAC: klauzula o zajedničkom djelovanju; CQS: stupanj kreditne kvalitete na usklađenoj ljestvici kreditnih rejtinga Eurosustava (vidi stranicu „okvir za kreditnu procjenu Eurosustava” na mrežnim stranicama ESB-a).

1) Vrijednosni papiri osigurani imovinom s rejtingom nižim od 2. stupnja kreditne kvalitete moraju zadovoljiti dodatne zahtjeve, koji uključuju sljedeće: (1) neprihodonosni krediti ne smiju osiguravati vrijednosne papire osigurane imovinom pri izdavanju ili biti dodani za vrijeme trajanja vrijednosnih papira osiguranih imovinom, (2) imovina koja stvara novčani tok i koja osigurava vrijednosne papire osigurane imovinom ne smije biti strukturirana, sindicirana ili s financijskom polugom i (3) moraju postojati odredbe o kontinuitetu servisiranja.

2) Vidi stranicu „Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSP)” na mrežnim stranicama ESB-a.

Zahtjevi za prihvatljivost za izravne kupnje vrijednosnih papira

Kriteriji prihvatljivosti primjenjuju se na sve kategorije imovine.

U načelu su samo utrživi vrijednosni papiri koji su prihvatljivi kao kolateral za kreditne poslove Eurosustava potencijalno prihvatljivi za kupnje u sklopu APP-a i PEPP-a. Kriteriji prihvatljivosti kolaterala za kreditne poslove Eurosustava navedeni su u [općem okviru](#) za instrumente monetarne politike.

Kako bi bili prihvatljivi za kupnje u sklopu APP-a i PEPP-a, vrijednosni papiri moraju ispuniti visoke standarde kreditne kvalitete i imati najmanje jedan kreditni rejting²³ od vanjske institucije za kreditnu procjenu koja je prihvaćena unutar [okvira za kreditnu procjenu Eurosustava](#) te ispuniti kriterije za 3. stupanj kreditne kvalitete (CQS 3) na usklađenoj ljestvici kreditnih rejtinga Eurosustava ili viši (CQS 1 i CQS 2). Za utržive dužničke vrijednosne papire koje je izdala Helenska Republika ovaj se zahtjev privremeno ukida za kupnje u sklopu PEPP-a²⁴. Vrijednosni papiri moraju biti nominirani u eurima, a izdaju se i namiruju u europodručju.

Uz navedene kriterije prihvatljivosti, specifični kriteriji prihvatljivosti primjenjuju se ovisno o programu kupnje. Primjerice, za PSPP, CSPP i PEPP postoje ograničenja minimalnoga i maksimalnog dospijeca. Za CSPP vrijednosni papiri koje su izdale kreditne institucije ili izdavatelji čije je matično društvo kreditna institucija nisu prihvatljivi za kupnju. Nadalje, za CSPP, CBPP3 i ABSPP vrijednosni papiri koje su izdali ili inicirali subjekti koji prestaju s radom ili subjekti za upravljanje imovinom isključeni su iz kupnje. U sklopu CBPP3 vrijednosni papiri moraju ispunjavati uvjete da budu prihvaćeni kao kolateral za vlastitu uporabu za kreditne poslove Eurosustava, tj. kao kolateral ih može primijeniti kreditna institucija koja ih izdaje.²⁵ U slučaju vrijednosnih papira osiguranih imovinom, dužnici na koje se odnose potraživanja moraju se uglavnom nalaziti u europodručju.

²³ Vrijednosni papiri osigurani imovinom moraju imati najmanje dva kreditna rejtinga.

²⁴ U sklopu svojih mjera ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom u vezi s kreditnim poslovima Eurosustava koje su uvedene u travnju 2020. kao odgovor na pandemiju bolesti COVID-19, Upravno vijeće također je privremeno ukinulo taj zahtjev za utržive dužničke vrijednosne papire koje je izdala Helenska Republika, a koji su mobilizirani kao kolateral. Nadalje, odlučilo je da će utrživi vrijednosni papiri i njihovi izdavatelji, koji su ispunjavali minimalne zahtjeve kreditne kvalitete za prihvatljivost kolaterala 7. travnja 2020. (BBB– za sve vrijednosne papire osim vrijednosnih papira osiguranih imovinom), i nadalje biti prihvatljivi u slučaju smanjenja rejtinga sve dok je njihov rejting jednak 5. stupnju kreditne kvalitete ili višem (CQS 5, koji je istovjetan rejtingu BB) na usklađenoj ljestvici kreditnih rejtinga Eurosustava.

²⁵ Vidi članak 138. stavak 3. točku (b) Smjernice Europske središnje banke od 19. prosinca 2014. o provedbi monetarne politike Eurosustava ([ESB/2014/60](#)) (SL L 91, 2.4.2015., str. 3).

Procjene kreditnog rizika i postupci dubinske analize

Procjene kreditnog rizika i postupci dubinske analize kontinuirano se provode.

Za kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom, pokrivenih obveznica i vrijednosnih papira sektora poduzeća u sklopu APP-a i PEPP-a Eurosustav kontinuirano provodi odgovarajuće procjene kreditnog rizika i postupke dubinske analize skupa vrijednosnih papira koji se mogu kupiti. Praćenje se provodi primjenom nekoliko pokazatelja rizika. Te procjene i postupci slijede načelo proporcionalnosti, pri čemu se za rizičnije vrijednosne papire provodi detaljnija analiza. Ako je to potrebno, mogu se primijeniti dodatne mjere za upravljanje rizicima, također ovisno o načelu proporcionalnosti. Te mjere posebice uključuju ograničenja ili privremene obustave kupnja i, u izvanrednim slučajevima, čak i prodaju vrijednosnih papira, za što je potrebno da Upravno vijeće procijeni svaki slučaj posebno. Za kupnje vrijednosnih papira sektora poduzeća u sklopu APP-a i PEPP-a ESB uzima u obzir relevantne rizike od klimatskih promjena u svojim postupcima dubinske analize.

Okviri za određivanje cijena

Okviri za određivanje cijena osiguravaju da se kupnje provode po tržišnim cijenama.

Okviri za određivanje cijena za APP i PEPP osiguravaju da se kupnje provode po tržišnim cijenama kako bi se tržišni poremećaji sveli na najmanju moguću mjeru i da bi se olakšalo ostvarenje učinkovitosti rizika. Ti okviri uzimaju u obzir dostupne tržišne cijene, kvalitetu tih cijena i fer vrijednosti. Naknadne kontrole cijena također se provode kako bi se odredilo jesu li transakcijske cijene odražavale tržišne cijene u trenutku transakcija.

Kupnje prihvatljivih dužničkih instrumenata s negativnim prinosom do dospijea dopuštene su u svim programima kupnje vrijednosnih papira, uključujući, koliko je potrebno, one s prinosom nižim od kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke.

Referentne vrijednosti

Referentne vrijednosti upotrebljavaju se radi osiguravanja diversifikacije.

Referentne vrijednosti primjenjuju se za stvaranje diversificiranog portfelja i pridonose smanjenju rizika. Za kupnje pokrivenih obveznica i vrijednosnih papira sektora poduzeća referentne vrijednosti određuju se prema tržišnoj kapitalizaciji skupa vrijednosnih papira koji se mogu kupiti, tj. nominalnih nepodmirenih iznosa prihvatljivih vrijednosnih papira. Za kupnje vrijednosnih papira javnog sektora u sklopu PSPP-a i PEPP-a ključ kapitala ESB-a određuje raspodjelu kupnja na jurisdikcije na osnovi stanja. Kupnje u sklopu PEPP-a provode se fleksibilno, dopuštajući fluktuacije u raspodjeli tokova kupnje tijekom vremena, po kategorijama imovine i jurisdikcijama.

Ograničenja za izdanje i izdavatelja učinkovit su alat za ograničavanje koncentracije rizika.

Ograničenja

Okviri za ograničenja uspostavljeni su za APP. Kalibracija ograničenja za izdanje i izdavatelja uzima u obzir pitanja politike, operativna i pravna pitanja te pitanja upravljanja rizicima. Ograničenja se prilagođavaju u skladu s razredom vrijednosnih papira, pri čemu se razlikuju vrijednosni papiri javnoga i privatnog sektora. Nakon najave PEPP-a, Upravno vijeće izjavilo je da će, u onoj mjeri u kojoj bi neka samonametnuta ograničenja mogla otežati provođenje mjera koje Eurosustav mora poduzeti da bi ispunio svoje ovlasti, Upravno vijeće razmotriti njihovo preispitivanje u onoj mjeri u kojoj to bude potrebno kako bi te mjere učinilo razmjernima rizicima s kojima se suočavamo.

Ograničenja za izdanje i izdavatelja u sklopu PSPP-a primjenjuju se kako bi se očuvali funkcioniranje tržišta i oblikovanje cijena, osigurala proporcionalnost, ograničila koncentracija rizika i osiguralo da Eurosustav ne postane dominantan vjerovnik vlada država europodručja. Ograničenje za izdanje za nadnacionalne obveznice prihvatljive za PSPP jest 50 % nepodmirenog iznosa izdanih vrijednosnih papira. Za sve ostale obveznice prihvatljive za PSPP ograničenje za izdanje određeno je kao 33 %, a podliježe provjeri svakoga pojedinog slučaja kako ne bi došlo do toga da Eurosustav ima blokirajuću manjinu za potrebe klauzula o zajedničkom djelovanju (CAC). U drugim slučajevima ograničenje za izdanje iznosi 25 %. Ograničenje za izdavatelja za nadnacionalne izdavatelje određeno je kao 50 % nepodmirenog iznosa prihvatljivih vrijednosnih papira koje je izdala odgovarajuća institucija; za ostale prihvatljive izdavatelje ograničenje je 33 %.

Za ABSPP, CBPP3 i CSPP, ulaganja Eurosustava po izdanju ne smiju prelaziti 70 %. U CSPP-u niža ograničenja za izdanja primjenjuju se u posebnim slučajevima, primjerice za vrijednosne papire koje su izdala javna poduzeća, s kojima se postupa na način u skladu s tretmanom u sklopu PSPP-a. Osim ovih ograničenja za izdanje, ograničenja za izdavatelja primjenjuju se na CBPP3 i CSPP. Za CSPP ograničenja za izdavatelja određena su na osnovi referentne raspodjele povezane s tržišnom kapitalizacijom izdavateljeve grupe kako bi se osigurala diversificirana raspodjela kupnja. Nadalje, niža ograničenja mogu se primjenjivati ako je to potrebno na osnovi rezultata procjene kreditnog rizika i postupaka dubinske analize.

2.4. Nova strategija monetarne politike ESB-a

Nakon sveobuhvatnog preispitivanja ESB je 8. srpnja 2021. objavio svoju novu strategiju monetarne politike. Preispitivanje je uzelo u obzir duboke strukturne izazove koji su se pojavili u gospodarstvu europodručja i svijeta nakon posljednjeg preispitivanja strategije monetarne politike u 2003. Među tim izazovima povećao se rizik da ključne kamatne stope ESB-a postanu ograničene efektivnom donjom granicom. U provođenju svoje zadaće održavanja stabilnosti cijena Upravno vijeće donijelo je simetričan inflacijski cilj od 2 %, koji se treba održavati u srednjoročnom razdoblju, naglašavajući da su jednako nepoželjna i negativna i pozitivna odstupanja od inflacijskog cilja. Kako bi se održala simetrija inflacijskog cilja, Upravno vijeće prepoznalo je važnost uzimanja u obzir implikacija koje proizlaze iz efektivne donje

granice. Preciznije rečeno, kada su kamatne stope blizu donje granice, potrebne su posebno snažne ili postojeane mjere monetarne politike kako bi se izbjeglo trajno zadržavanje negativnih odstupanja od inflacijskog cilja. To bi moglo uključivati i prijelazno razdoblje u kojemu inflacija umjereno prekoračuje ciljanu razinu. Upravno vijeće izjavilo je da je glavni instrument monetarne politike skup kamatnih stopa monetarne politike ESB-a. Uzimajući u obzir efektivnu donju granicu kamatnih stopa monetarne politike, Upravno je vijeće potvrdilo da će, prema potrebi, posebice primjenjivati smjernice buduće monetarne politike, kupnje vrijednosnih papira i operacije dugoročnijeg refinanciranja. Osim toga, po potrebi razmatralo bi nove instrumente politike radi postizanja svog cilja stabilnosti cijena. Nadalje, potvrdilo je da će nastaviti rabiti HIPC kao mjeru stabilnosti cijena i preporučilo je Eurostatu plan da u indeks uključi troškove stambenih objekata u vlasništvu stanara. Upravno vijeće izjavilo je da će svoje odluke o monetarnoj politici zasnivati na objedinjenoj procjeni svih relevantnih činitelja, na osnovi ekonomske analize te monetarne i financijske analize, uključujući procjenu proporcionalnosti odluka i potencijalnih popratnih učinaka. Ne dovodeći u pitanje stabilnost cijena, Upravno vijeće u svojim odlukama o monetarnoj politici uzima u obzir i druga pitanja koja su važna za provođenje monetarne politike. S tim u vezi, odlučno je, u okviru ovlasti ESB-a, osigurati da Eurosustav uzima u obzir sve implikacije klimatskih promjena i prelaska na niskougljično gospodarstvo. Komunikacija odluka o monetarnoj politici prilagođena je u skladu s revidiranom strategijom monetarne politike.²⁶ Naposljetku, Upravno vijeće potvrdilo je da namjerava redovito procjenjivati primjerenost svoje strategije monetarne politike, a sljedeća se procjena očekuje u 2025.

Prethodni i sadašnji cilj stabilnosti cijena

Razvoj strategije monetarne politike ESB-a od 1998.

Upravno vijeće donijelo je svoju prvu strategiju monetarne politike u 1998., a njome se stabilnost cijena određuje kao „godišnje povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC) niže od 2 %”. Uvođenje gornje granice od 2 % za inflaciju u to je vrijeme bilo opravdano iskustvom visoke inflacije u prethodnim desetljećima. Strategija je preispitana 2003., kada je Upravno vijeće dodalo kriterije za određivanje stabilnosti cijena uz pojašnjenje da je cilj da stopa inflacije bude ispod, ali blizu 2 %. Ovo pojašnjenje bilo je potaknuto ESB-ovim opredjeljenjem da osigura dovoljnu sigurnosnu granicu u odnosu na rizike deflacije putem pozitivnog utjecaja na kretanje nominalnih kamatnih stopa, uz istodobno rješavanje pitanja moguće pristranosti u mjerenju HIPC-a i implikacija inflacijskih razlika unutar europodručja. U strategiji iz prvih godina također je bilo navedeno da se cijene trebaju stabilizirati u srednjoročnom razdoblju i da se analiza rizika za stabilnost cijena treba zasnivati na dvama stupovima – „ekonomskoj analizi” i „monetarnoj analizi”.

Sveobuhvatno preispitivanje strategije monetarne politike u 2020. i 2021. pokazalo je da se postojano niska inflacija u proteklom desetljeću zasnivala na međusobno povezanim činiteljima. Za razliku od prvog desetljeća europodručja, inflacijski šokovi bili su ponajprije dezinflacijskoga karaktera zbog globalne financijske krize i njezinih

²⁶ Cjelovita izjava o strategiji i pregled strategije monetarne politike ESB-a mogu se pronaći na mrežnim stranicama ESB-a.



ESB je uveo simetričan
inflacijski cilj od 2 %.

posljedica. S obzirom na pad ravnotežne realne kamatne stope – realne kamatne stope usklađene s inflacijom na ciljnoj razini i gospodarstvom koje posluje u skladu sa svojim potencijalom – u europodručju (i globalno), ti se šokovi nisu mogli lako neutralizirati politikom kamatnih stopa. Postojanost niske inflacije također je pridonijela nižim inflacijskim očekivanjima, koja su možda postala slabije povezana s inflacijskim ciljem ESB-a.

Nakon preispitivanja strategije u 2020. i 2021. Upravno vijeće donijelo je simetričan inflacijski cilj od 2 % u srednjoročnom razdoblju. Inflacijski cilj od 2 % osigurava jasno uporište za inflacijska očekivanja, što je ključno za održavanje stabilnosti cijena. Preispitivanjem je utvrđeno da u stabiliziranju inflacije preciziranje ciljane stope inflacije obično funkcionira bolje od raspona, djelomično i zbog svoje jednostavnosti.²⁷ U prethodnom oblikovanju strategije gornja granica raspona bila je jasno određena na 2 %, dok brojčana vrijednost donje granice nije bila navedena. To je moglo navesti javnost da smatra da ESB snažnije reagira na odstupanja inflacije prema gore jer su takva odstupanja očito izvan raspona.

Upravno je vijeće potvrdilo srednjoročnu orijentaciju monetarne politike. Srednjoročna orijentacija uzima u obzir činjenicu da je transmisija monetarne politike na gospodarstvo i inflaciju podložna dugim i promjenjivim vremenskim odmacima. Ti odmaci upućuju na to da su neizbježna kratkoročna odstupanja inflacije od ciljane razine. Srednjoročna orijentacija omogućuje potrebnu fleksibilnost u odnosu na privremene šokove koji mogu nestati sami po sebi, čime se izbjegava nepotrebna kolebljivost gospodarske aktivnosti i zaposlenosti.

Upravno vijeće naglasilo je da su negativna i pozitivna odstupanja od inflacijskog cilja jednako nepoželjna, odnosno da je ciljana vrijednost simetrična. Ipak, postojanje donje granice kamatnih stopa može stvoriti asimetrije u ostvarivanju stabilnosti cijena s obzirom na to da središnja banka ima manje prostora za reagiranje na odstupanja inflacije naniže u odnosu na ciljanu razinu nego što ima prostora za reagiranje na odstupanja naviše. Stoga opredijeljenost za simetrično ciljanje inflacije zahtijeva posebno snažnu ili postojanu reakciju monetarne politike na dezinflacijske šokove, kada su kamatne stope blizu donje granice, kako bi se izbjeglo trajno zadržavanje negativnih odstupanja od ciljane inflacije. To bi moglo uključivati i prijelazno razdoblje u kojemu inflacija umjereno prekoračuje ciljanu razinu.

Nekonvencionalne mjere bile su učinkovite kada je riječ o ublažavanju uvjeta financiranja i podupiranju gospodarskog rasta, zaposlenosti i inflacije.

Glavni instrument monetarne politike jest skup kamatnih stopa monetarne politike ESB-a. Zbog smanjenja ravnotežnih realnih kamatnih stopa u posljednjih nekoliko desetljeća središnje banke diljem svijeta počele su provoditi nekonvencionalne mjere monetarne politike kako bi usmjerile inflaciju prema svojim ciljevima. Stoga su dijelovi preispitivanja strategije bili posvećeni i preispitivanju učinkovitosti tih mjera. Preispitivanje je pokazalo da je svaki od nekonvencionalnih instrumenata (uključujući negativne kamatne stope, smjernice buduće monetarne politike, kupnje vrijednosnih papira i operacije dugoročnijeg refinanciranja) bio učinkovit u povećanju proizvodnje, zaposlenosti i inflacije. U njemu se navodi da su se mjere međusobno pojačavale jer različite mjere mogu imati donekle različite učinke na gospodarstvo i financijska

²⁷ Detaljniju analizu vidi u području rada povezanom s ciljem stabilnosti cijena, „The ECB's price stability framework: past experience, and current and future challenges”, *Occasional Paper Series*, br. 269, ESB, rujan 2021.

Mjerenje cijena dodatno će se poboljšati uključivanjem troškova stambenih objekata u vlasništvu stanara.

tržišta.²⁸ Preispitivanjem je utvrđeno i da su mjere bile razmjerne, uzimajući u obzir moguće popratne učinke na financijski sustav ili realno gospodarstvo.

Upravno vijeće potvrdilo je da je HIPC i nadalje odgovarajuća mjera cijena pri procjeni ostvarenja cilja stabilnosti cijena. Iako se cilj stabilnosti cijena kvantificira u smislu ukupne inflacije, što je najšira mjera potrošačke košarice kućanstava, i nadalje će se pratiti širok raspon pokazatelja temeljne inflacije koji isključuju kolebljive komponente. Preispitivanjem strategije utvrđen je prostor za daljnje poboljšavanje mjerenja cijena.²⁹ Upravno je vijeće posebno prepoznalo da bi uključivanje troškova povezanih sa stambenim objektima u vlasništvu stanara omogućilo da HIPC bolje odražava stopu inflacije koja je važna za kućanstva. ESB je stoga preporučio plan da Eurostat i nacionalni statistički uredi u indeks uključe troškove stambenih objekata u vlasništvu stanara. Svjesno da je to višegodišnji projekt, Upravno će vijeće u međuvremenu uzeti u obzir mjere inflacije koje uključuju početne procjene troška stambenih objekata u vlasništvu stanara u širi skup dodatnih pokazatelja inflacije.

Ostali činitelji važni za ostvarenje stabilnosti cijena

Iako je glavni cilj Eurosustava održavanje stabilnosti cijena, Ugovorom o funkcioniranju Europske unije od njega se zahtijeva da, ne dovodeći u pitanje cilj stabilnosti cijena, podržava opće ekonomske politike u EU-u radi doprinosa ostvarivanju ciljeva EU-a. Oni uključuju uravnotežen gospodarski rast, visoko konkurentno socijalno tržišno gospodarstvo čiji je cilj potpuna zaposlenost i društveni napredak, te visoku razinu zaštite i poboljšanja kvalitete okoliša. Eurosustav će također pridonositi neometanom vođenju politika nadležnih tijela koje se odnose na bonitetni nadzor nad kreditnim institucijama i stabilnost financijskog sustava.

Potpuna zaposlenost i stabilnost cijena donekle su međusobno usklađeni ciljevi. Kada se inflacija i zaposlenost kreću u istom smjeru, monetarna politika može stabilizirati inflaciju bez negativnog utjecaja na zaposlenost. Međutim, može se dogoditi da se inflacija i zaposlenost privremeno kreću u suprotnim smjerovima, pri čemu bi pooštavanje monetarne politike radi sprječavanja više inflacije dovelo do daljnjeg smanjivanja zaposlenosti. Monetarna politika sa srednjoročnom orijentacijom ne obazire se na takve privremene situacije i izbjegava kolebljivost gospodarske aktivnosti i zaposlenosti. S obzirom na razmatranja o proizvodnji i

²⁸ Vidi područje rada povezano s instrumentima monetarne politike, „[Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 278, ESB, rujan 2021., revidirano u prosincu 2021.

²⁹ Vidi područje rada povezano s mjerenjem inflacije, „[Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 265, ESB, rujan 2021.

Rasprave o monetarnoj politici poboljšavaju se uzimanjem u obzir rizika za financijsku stabilnost.

zaposlenosti, Upravno vijeće naglasilo je važnost razmatranja različitih varijabla i distributivnih implikacija monetarne politike.³⁰

Financijska stabilnost preduvjet je za stabilnost cijena i obratno. U stresnim uvjetima na financijskim tržištima mjere monetarne politike usmjerene na održavanje stabilnosti cijena obično pomažu u ponovnoj uspostavi financijske stabilnosti tako što rješavaju slabljenje transmisivnog mehanizma monetarne politike i sprječavaju negativne makrofinancijske povratne učinke i pojave deflacije duga. Makrobonitetne i mikrobonitetne politike prva su linija obrane u odnosu na povećanje rizika za financijsku stabilnost. U mnogim se slučajevima makrobonitetne politike i monetarna politika međusobno nadopunjuju. Primjerice, makrobonitetne politike kojima se izbjegava povećanje neravnoteža smanjuju vjerojatnost budućih financijskih kriza s negativnim učincima na stabilnost cijena. Monetarna politika može utjecati i na rizike za financijsku stabilnost. U jednom smjeru akomodativna monetarna politika može smanjiti kreditni rizik jačajući razine aktivnosti i dinamiku inflacije, a u drugom smjeru akomodativna monetarna politika može potaknuti povećanje financijske poluge ili povećati osjetljivost cijena imovine. Simetrični argumenti primjenjivi su tijekom faza pooštavanja monetarne politike.

S obzirom na rizike za stabilnost cijena koji proizlaze iz financijskih kriza, ESB mora u raspravama o monetarnoj politici uzimati u obzir pitanja financijske stabilnosti. To odražava postojeća ograničenja makrobonitetne politike u različitim fazama financijskog ciklusa, međudjelovanja između makrobonitetne politike i monetarne politike te moguće popratne učinke monetarne politike na financijsku stabilnost. Istodobno je važno izbjeći pogrešnu percepciju da je monetarna politika odgovorna za osiguranje financijske stabilnosti. Upravno vijeće ne provodi sustavne politike ni „odupiranja vjetru“ (pri čemu se monetarna politika sustavno pooštava kada se sistemski rizik povećava) ni „čišćenja“ (pri čemu se monetarna politika sustavno ublažava kada se sistemski rizik materijalizira). Umjesto toga, primjenjuje se fleksibilan pristup uz uvažavanje pitanja financijske stabilnosti. Svaka reakcija monetarne politike na zabrinutosti povezane s financijskom stabilnošću ovisit će o prevladavajućim okolnostima i vodit će se implikacijama za srednjoročnu stabilnost cijena. U tu svrhu priprema rasprava o monetarnoj politici poboljšava se dodatnim informacijama o pitanjima financijske stabilnosti.³¹

Akcijski plan kojim se pitanja klimatskih promjena uključuju u operacije monetarne politike

U novoj strategiji monetarne politike uzimaju se u obzir klimatske promjene. Klimatske promjene mogu utjecati na provedbu monetarne politike jer utječu na strukturu i cikličku dinamiku gospodarstva i financijskog sustava.³² U okviru svojih ovlasti Upravno vijeće odlučno je osigurati da Eurosustav, u skladu s klimatskim

³⁰ Preispitivanje strategije pokazalo je da monetarna politika različito utječe na različite skupine u društvu. Nepovoljni događaji usporavaju potrošnju siromašnijih kućanstava više nego onih bogatijih, a nakon takvih događaja više je vremena potrebno za oporavak izgleda za zapošljavanje kod siromašnijih kućanstava. Dulje zadržavanje niskih kamatnih stopa u takvim situacijama pomaže u borbi protiv dugotrajne nezaposlenosti među manje imućnim kućanstvima. Vidi područje rada povezano sa zaposlenošću, „[Employment and the conduct of monetary policy in the euro area](#)“, *Occasional Paper Series*, br. 275, ESB, rujan 2021.

³¹ Područje rada povezano s makrobonitetnom politikom, monetarnom politikom i financijskom stabilnošću, „[The role of financial stability considerations in monetary policy and the interaction with macroprudential policy in the euro area](#)“, *Occasional Paper Series*, br. 272, ESB, rujan 2021.

³² Područje rada povezano s klimatskim promjenama, „[Climate change and monetary policy in the euro area](#)“, *Occasional Paper Series*, br. 271, ESB, rujan 2021.

ciljevima EU-a, uzima u obzir sve implikacije klimatskih promjena i prelaska na niskougljično gospodarstvo za monetarnu politiku i središnje bankarstvo. U skladu s tim obvezalo se na provedbu ambicioznoga akcijskog plana povezanog s klimatskim promjenama. Akcijski plan obuhvaća povećanje analitičkih sposobnosti i razvijanje novih statističkih pokazatelja kako bi se poboljšalo razumijevanje makroekonomskog učinka klimatskih promjena. Osim toga, Upravno vijeće prilagodit će oblik operativnog okvira svoje monetarne politike u odnosu na objavljivanje informacija, procjenu rizika, kupnje vrijednosnih papira sektora poduzeća i okvir kolaterala.

Preoblikovanje analitičkog okvira i komunikacije

Integracija ekonomske te
monetarne i financijske analize

U prošlosti je ESB zasnivao svoju analizu rizika za stabilnost cijena na dvama različitim „stupovima“: „ekonomskoj analizi“ i „monetarnoj analizi“. Njihovi rezultati međusobno su provjereni kako bi se dobila sveobuhvatna procjena. Novom se strategijom potvrđuju prednosti koje daju dva specijalizirana područja analize, ali se potvrđuje i vrijednost integracije analize, s obzirom na višestruke kanale povratnih učinaka iz monetarnih i financijskih područja na šire gospodarstvo i obratno. Ekonomska analiza obuhvaća kratkoročna kretanja gospodarskog rasta, zaposlenosti i inflacije, projekcije stručnjaka Eurosustava i ESB-a za ključne makroekonomske varijable u srednjoročnom razdoblju i sveobuhvatnu procjenu rizika za gospodarski rast i stabilnost cijena. Monetarna i financijska analiza – s obzirom na to da se mijenjala s izazovima koji su se pojavili tijekom i nakon globalne financijske krize – pridaje važnu ulogu ispitivanju monetarnih i financijskih pokazatelja, pri čemu je naglasak stavljen na transmisijski mehanizam monetarne politike, posebice putem kanala kredita, bankovnog kreditiranja, preuzimanja rizika i određivanja cijena imovine. Upravno vijeće zasniva svoje odluke o monetarnoj politici, uključujući ocjenu proporcionalnosti svojih odluka i mogućih popratnih učinaka, na toj objedinjenoj procjeni.

Komunikacija je u većoj mjeri
usmjerena na širu javnost.

Naposljetku, Upravno vijeće odlučilo je da će se komunikacija odluka o monetarnoj politici putem izjave o monetarnoj politici, konferencije za novinare, Ekonomskog biltena i izvještaja o monetarnoj politici prilagoditi u skladu s izmijenjenom strategijom monetarne politike. To bi se nadopunilo slojevitim i vizualnim inačicama komunikacije o monetarnoj politici koje su usmjerene prema široj javnosti, što je nužno za osiguravanje razumijevanja i povjerenja javnosti u djelovanje ESB-a. Upravno vijeće također je izjavilo da, na temelju uspješnog iskustva s događajima „ESB vas sluša“³³ tijekom preispitivanja strategije, aktivnosti informiranja javnosti namjerava učiniti jednim od strukturnih obilježja interakcije Eurosustava s javnošću.³⁴

³³ Vidi pregled [događaja slušanja mišljenja javnosti](#), koje su ESB i nacionalne središnje banke održali u cijelom europodručju.

³⁴ Područje rada povezano s komunikacijom o monetarnoj politici, „[Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world](#)“, *Occasional Paper Series*, br. 274, ESB, rujan 2021., revidirano u prosincu 2021.

Okvir 2.

Akcijski plan ESB-a za klimatske promjene

Suočavanje s klimatskim promjenama globalni je izazov i hitan prioritet politike za Europsku uniju. Iako vlade i parlamenti imaju primarnu odgovornost i jače alate za borbu protiv klimatskih promjena, ESB u potpunosti razumije potrebu da pitanja povezana s klimatskim promjenama dodatno uvrsti u svoj okvir monetarne politike, unutar svojega mandata i područja nadležnosti. Eurosustav mora uzeti u obzir utjecaj klimatskih promjena i prelaska na održivije gospodarstvo kako bi ostvario svoj primarni cilj, a to je održavanje stabilnosti cijena. Nadalje, rizici povezani s klimom ne utječu samo na izgleda za stabilnost cijena putem svog utjecaja na makroekonomske pokazatelje i transmisiju monetarne politike, već mogu utjecati i na vrijednost i profil rizičnosti imovine u bilanci Eurosustava. Isto tako, u skladu sa svojim sekundarnim ciljem, Eurosustav je dužan podupirati opće ekonomske politike u Europskoj uniji, ne dovodeći u pitanje cilj stabilnosti cijena. S obzirom na njihovu važnost za monetarnu politiku, klimatske promjene zauzimale su važno mjesto u ESB-ovu [preispitivanju strategije monetarne politike](#) u 2020. i 2021.

Nakon završetka preispitivanja strategije ESB je objavio [sveobuhvatan akcijski plan za klimatske promjene](#) zajedno s [detaljnim hodogramom](#) za uključivanje pitanja povezanih s klimatskim promjenama u svoj okvir monetarne politike. Upravno vijeće opredijelilo se za aktivnosti u sljedećih šest područja: (1) makroekonomsko modeliranje i procjena implikacija za transmisiju monetarne politike, (2) statistički podatci za analize rizika od klimatskih promjena, (3) zahtjevi za objavljivanje informacija, (4) povećanje sposobnosti procjene rizika, (5) okvir kolaterala i (6) kupnje vrijednosnih papira sektora poduzeća. Provedba akcijskog plana bit će usko usklađena s napretkom u politikama i inicijativama EU-a u području objavljivanja informacija o ekološkoj održivosti i izvješćivanja o njoj te s drugim relevantnim zakonodavstvom EU-a.

U vezi s **makroekonomskim modeliranjem i procjenom implikacija za transmisiju monetarne politike**, ESB će dodatno povećati svoje analitičke sposobnosti u području makroekonomskih modela kako bi uzeo u obzir implikacije klimatskih promjena i s njima povezanih politika za gospodarstvo, financijski sustav i transmisiju monetarne politike. Također će uključiti rizike povezane s klimom u makroekonomske projekcije stručnjaka ESB-a/Eurosustava za europodručje kako bi se ocijenio njihov učinak na gospodarstvo.

U području statistike ESB će razviti nove **pokazatelje za analizu rizika od klimatskih promjena** za tri glavne kategorije: zelene financijske instrumente, izloženosti financijskih institucija fizičkim rizicima povezanim s klimom i ugljični otisak portfelja financijskih institucija. Ti eksperimentalni pokazatelji bit će dostupni do kraja 2022. Nakon toga će se postupno unaprjeđivati u skladu s poboljšanjima u dostupnosti i usklađenosti podataka (za dodatne pojedinosti vidi odjeljak 7.2.).

U vezi s operacijama monetarne politike, ESB će u 2022. godini objaviti detaljan plan za uvođenje **zahtjeva za objavljivanje informacija** o ekološkoj održivosti za vrijednosne papire privatnog sektora kao novi kriterij prihvatljivosti ili osnovu za različito postupanje u odnosu na kolateral i u kupnjama vrijednosnih papira. Tim zahtjevima, koji će biti usklađeni s propisima EU-a, poticat će se dosljednija praksa objavljivanja informacija na tržištu, a proporcionalnost će se održati prilagodbom zahtjeva za mala i srednja poduzeća.

ESB će također povećati svoje **sposobnosti procjene rizika povezanih s klimatskim promjenama**. Testiranjem otpornosti bilance Eurosustava na stres zbog klimatskih promjena procijenit će se njezina izloženost rizicima od klimatskih promjena, počevši od prvoga oglednog

testiranja otpornosti na stres koje će se provesti u 2022. i primijeniti metodologiju ESB-ova [testiranja otpornosti cijeloga gospodarstva na stres zbog klimatskih promjena](#). ESB će procijeniti i objavljuju li agencije za kreditni rejting koje su prihvaćene u okviru za kreditnu procjenu Eurosustava potrebne informacije o tome kako uvrštavaju rizike od klimatskih promjena u kreditne rejtinge. Osim toga, ESB će razmotriti mogućnost utvrđivanja minimalnih standarda za uvrštenje rizika od klimatskih promjena u svoje interne rejtinge.

U okviru kolaterala ESB uzima u obzir pitanja povezana s klimatskim promjenama pri preispitivanju vrednovanja i okvira za kontrolu rizika za imovinu koju druge ugovorne strane mogu rabiti kao kolateral u kreditnim poslovima Eurosustava. ESB će također nastaviti pratiti strukturna kretanja na tržištima održivih proizvoda s ciljem poticanja inovacija u području održivog financiranja u okviru svojeg mandata. Primjerice, od početka 2021. ESB prihvaća kao [kolateral obveznice vezane uz održivost](#).

Kada je riječ o **kupnjama vrijednosnih papira sektora poduzeća**, ESB već uzima u obzir rizike od klimatskih promjena pri provedbi dubinske analize za svoje kupnje vrijednosnih papira sektora poduzeća. ESB će također prilagoditi okvir za raspodjelu kupnja korporativnih obveznica kako bi obuhvatio kriterije povezane s klimatskim promjenama, u skladu sa svojim mandatom. Ti kriteriji uključivat će usklađivanje izdavatelja najmanje sa zakonodavstvom EU-a kojim se provodi Pariški sporazum putem mjerila povezanih s klimatskim promjenama ili obvezivanje izdavatelja na ispunjenje takvih ciljeva. Osim toga, ESB će do prvog tromjesečja 2023. početi objavljivati informacije povezane s klimom u vezi s CSPP-om.

ESB će pažljivo pratiti napredak ostvaren u vezi s tim aktivnostima i priopćiti javnosti glavna postignuća. Nedavno osnovan ESB-ov centar za klimatske promjene imat će važnu ulogu u koordinaciji aktivnosti unutar ESB-a (vidi Okvir 13.).

Okvir 3.

Inovacije u komunikaciji o monetarnoj politici

U 2021. otvoreno je novo poglavlje u komunikaciji o monetarnoj politici ESB-a. Nakon preispitivanja svoje strategije ESB je modernizirao način predstavljanja i objašnjavanja monetarne politike stručnjacima i široj javnosti. Svojim inovacijama – koje su ostvarene zajedničkim djelovanjem Eurosustava i uz doprinos stručnjaka iz nacionalnih središnjih banaka – ESB je odgovorio na sve veću potražnju za informacijama o svojim politikama i alatima koje su pristupačnije, posebice laicima. Nalazi dobiveni tijekom događaja „ESB vas sluša” i istovjetnih događaja koje su održale nacionalne središnje banke, a koji su bili dio preispitivanja strategije, jasno su pokazali da ljudi žele da se ESB služi razumljivijim jezikom i da bolje objašnjava zašto je njegova politika važna za njihov svakodnevni život. Nalazi također upućuju na to da su čak i stručnoj javnosti uvjerljiviji sažeti tekstovi bez stručnih izraza.

Novi stil izjave o monetarnoj politici

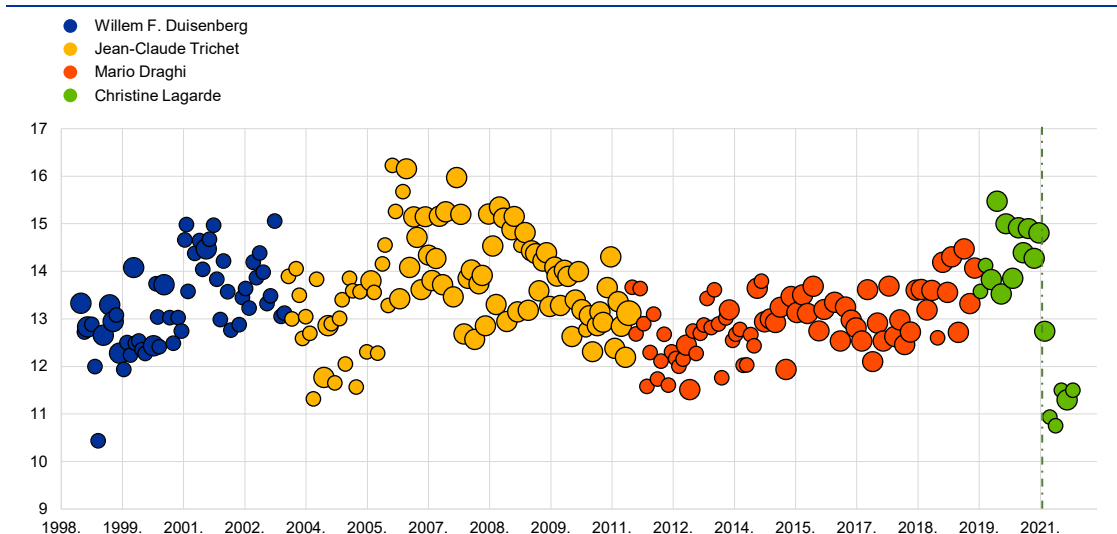
Od srpnja 2021. nova „izjava o monetarnoj politici” zamijenila je „uvodnu izjavu” kao osnovno sredstvo za komunikaciju odluka o monetarnoj politici. Nova je izjava kraća, služi se razumljivijim

jezikom i jasnijim izričajem. Njome se opisuje kako procjena Upravnog vijeća o gospodarstvu potiče odabir politika ESB-a i objašnjava što se njima nastoji postići.

Kao što pokazuje Grafikon A, nova izjava o monetarnoj politici označuje postupnu promjenu u ESB-ovim nastojanjima da svoju politiku učini razumljivijom. Standardne mjere čitljivosti pokazuju da je nova izjava znatno manje složena i upućuju na to da za razumijevanje teksta više nije potrebno oko 14 godina formalnog obrazovanja, tj. sveučilišni studij.

Grafikon A

Složenost izjava o monetarnoj politici ESB-a

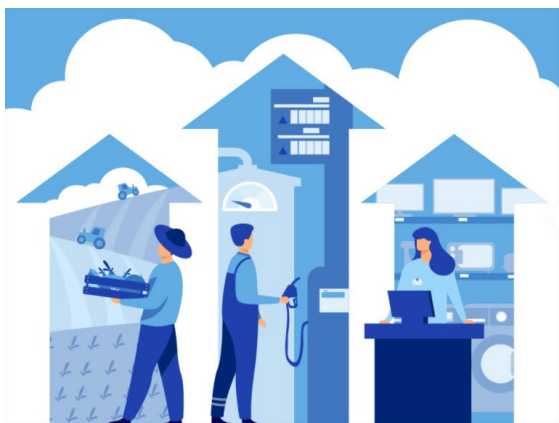


Izvor: Posuvremenjeni podatci (veljača 2022.) iz analize u Coenen, G. et al., „Communication of monetary policy in unconventional times“, *Working Paper Series*, br. 2080, ESB, lipanj 2017.

Napomene: Grafikon prikazuje duljinu i složenost uvodnih izjava / izjava o monetarnoj politici ESB-a. Duljina se mjeri brojem riječi (pokazano veličinom kruga). Zahtjevnost jezika koji se rabi mjeri se pomoću rezultata na Flesch-Kincaidovoj ljestvici, koja pokazuje koliko je godina formalnog obrazovanja potrebno za razumijevanje teksta na osnovi duljine njegovih rečenica i riječi. Vertikalna isprekidana linija označuje zaključak ESB-ova preispitivanja strategije u 2020. i 2021.

„Ukratko o našoj izjavi o monetarnoj politici“

Posebna inovacija u komunikaciji o odlukama o monetarnoj politici jest vizualizacija izjave o monetarnoj politici, „Ukratko o našoj izjavi o monetarnoj politici“. Taj novi proizvod, koji je dostupan na svim službenim jezicima EU-a, usmjeren je na širu javnost i na pojednostavljen način prenosi središnje poruke izjave o monetarnoj politici. Pomoću tehnika pripovijedanja, pristupačnih vizualnih prikaza i jednostavnog jezika objašnjavaju se najnovije odluke ESB-a u atraktivnom i lako razumljivom obliku.



Inflacija će vjerojatno ostati visoka dulje nego što se očekivalo...

Cijene energije glavni su razlog za to. No rastu i cijene hrane i cijene različitih dobara i usluga.

ESB primjenjuje te nove načine komunikacije kako bi unaprijedio znanje o svojoj politici i njezino razumijevanje i, naposljetku, kako bi ojačao povjerenje javnosti. To je nužno ne samo za prihvaćanje i legitimnost ESB-a kao neovisne institucije nego i za povećanje učinkovitosti monetarne politike i bolje učvršćivanje inflacijskih očekivanja. Najnovije istraživanje na osnovi ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača pokazuje da su definiranje i komunikacija novoga simetričnoga inflacijskog cilja od 2 % pozitivno utjecali na vjerodostojnost ESB-a. Posebice, kućanstva europodručja koja su obaviještena o novom cilju i njegovim implikacijama vjerojatnije će očekivati da ESB ostvari stabilnost cijena u srednjoročnom razdoblju.³⁵

³⁵ Ehrmann, M., Georgarakos, D. i Kenny, G., „Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy”, *Working Paper Series*, ESB, u pripremi.

3. Europski financijski sektor: oporavak u 2021. smanjuje kratkoročne rizike, ali ranjivosti rastu

Zahvaljujući poboljšanim gospodarskim uvjetima u 2021. smanjili su se kratkoročni rizici za financijsku stabilnost europodručja povezani s pandemijom, pri čemu su sektor poduzeća, državni zajmoprimci i banke izbjegli ekstremne nepovoljne događaje. Međutim, poremećaji u globalnim opskrbnim lancima i rast cijena energije stvorili su nove izazove za snagu oporavka i inflacijske izgleda, što bi u nadolazećem razdoblju moglo utjecati i na financijsku stabilnost. Istodobno je nastavio jačati i niz ostalih ranjivosti: sve napregnutija vrednovanja na tržištima stambenih nekretnina i financijskim tržištima, kontinuirano preuzimanje rizika od strane nebankovnih financijskih institucija te povećanje razina duga u sektoru poduzeća i javnom sektoru uzrokovano pandemijom. Kako je oporavak napredovao, rasprave o makrobonitetnim politikama preusmjerene su od pružanja kratkoročne potpore prema ublažavanju ranjivosti financijske stabilnosti, osobito novonastalih cikličkih rizika i rizika tržišta nekretnina. Usto, nastavljen je rad na jačanju regulatornog okvira za banke i makrobonitetnog pristupa za nebankovne financijske institucije radi daljnjeg unaprjeđivanja dugoročne otpornosti financijskog sustava.

3.1. Okružje financijske stabilnosti u 2021.

U 2021. gospodarski oporavak je ojačao i proširio se državama europodručja i gospodarskim sektorima, pa su se kratkoročni izgledi za financijsku stabilnost uglavnom poboljšali, ali ona je ipak ostala izložena nekim kratkoročnim rizicima. Ti su se rizici odnosili na uska grla u globalnim opskrbnim lancima i rast cijena energije, što je sve počelo utjecati i na inflacijske izgleda i na izgleda za gospodarski oporavak, te na neizvjesnost glede budućeg tijeka pandemije. Zarada poduzeća sveobuhvatno se poboljšala u 2021., ali nefinancijska društva koja su izložena ograničenjima povezanim s pandemijom i koja imaju višu razinu prethodne zaduženosti ostala su nestabilna, a povišene razine državnog duga povećale su zabrinutost glede srednjoročne održivosti duga. Naznake napregnutih vrednovanja u nekim kategorijama financijske imovine i dinamičnost tržišta stambenih nekretnina u europodručju također su doveli do porasta ranjivosti. Naposljetku, unatoč poboljšanjima profitabilnosti i kvalitete imovine, poslovanje banaka u europodručju i nadalje su remetili strukturni izazovi, a nebankovne financijske institucije nastavile su se suočavati s povećanim kreditnim i likvidnosnim rizikom (vidi Sliku 3.1.).



Visoke razine duga poduzeća i državnog duga te dinamična tržišta stambenih nekretnina mogu stvoriti rizike.

Pandemija je dovela do povećanja zaduženosti država i poduzeća u 2021. Međutim, zabrinutost glede održivosti državnog duga ublažena je zahvaljujući kontinuiranom oporavku i povoljnim uvjetima financiranja koji su pridonijeli smanjenju rizika refinanciranja. U sektoru poduzeća smanjili su se kratkoročni rizici insolventnosti zbog poboljšanih izgleda za profitabilnost i nastavka provedbe, bolje ciljanih, mjera

državne potpore. Neka su poduzeća ostala ranjiva, posebice ona koja su prije pandemije imala visoke razine duga i ona iz sektora koji su bili više pogođeni pandemijom. U nadolazećem bi se razdoblju insolventnost poduzeća mogla još povećati zbog zaostalih neriješenih stečajeva i postupnog ukidanja mjera potpore politike, iako bi to povećanje trebalo biti manje nego što se u početnim fazama pandemije strahovalo da će biti. U uvjetima brzog rasta na tržištima stambenih nekretnina godišnja stopa rasta cijena stambenih nekretnina dosegla je 9 % u rujnu 2021. i tako pridonijela povećanju procjena o precijenjenosti u nekim zemljama. Ubrzanje rasta cijena stambenih nekretnina uzrokovano je rastom cijena i u urbanim i u neurbanim područjima. Naznake ublažavanja standarda odobravanja kredita u nekim zemljama te visoke i rastuće razine zaduženosti kućanstava također su pridonijele povećanju srednjoročnih ranjivosti u tim zemljama. Iako niske kamatne stope omogućuju dužnicima da zadrže jeftinije financiranje za duža dospelja, smanjujući time rizik refinanciranja i zabrinutost glede servisiranja duga, povećana razina duga uzrokovat će ranjivost u nadolazećem razdoblju u svim sektorima, osobito ako se troškovi financiranja povećaju i gospodarski rast bude manji od očekivanoga.

Zbog napregnutih vrednovanja neka su tržišta postala podložnija korekcijama.

Na financijskim tržištima u 2021. prevladavalo je pozitivno raspoloženje prema riziku, ali vrednovanja su se u nekim segmentima dodatno povećala jer su ulagači tražili veće prinose u uvjetima niskih realnih prinosa. Tržišta vlasničkih vrijednosnih papira nastavila su napredovati zahvaljujući snažnom rastu očekivanja glede zarada i nastavku povoljnih uvjeta financiranja. Rekordno veliko izdanje korporativnih vrijednosnih papira s visokim prinosima bilo je popraćeno smanjenim kreditnim rasponima, što upućuje na snažnu sklonost ulagača prema rizičnoj imovini. Međutim, vrednovanja određenih kategorija imovine doimala su se napregnutima jer je kontinuirani oporavak na tržištima vlasničkih vrijednosnih papira dobio na zamahu nakon objave vijesti o uspješnom razvoju cjepiva i možda bio potaknut primjenom financijske poluge, što je, da se kolebljivost povećala, moglo izazvati velike koncentrirane gubitke.

Profitabilnost se banaka poboljšala, ali strukturni su se izazovi zadržali.

U 2021. dobit banaka u europodručju porasla je do razina na kojima je bila prije pandemije zahvaljujući smanjenju troškova povezanih s gubicima po kreditima i dobrim prihodima od investicijskog bankarstva. Kvaliteta imovine ostala je bolja nego što se strahovalo na početku pandemije, što je posljedica mjera javne potpore poduzećima i gospodarskog oporavka. Udio neprihodonosnih kredita pao je na razine na kojima je posljednji put bio prije globalne financijske krize zbog daljnjeg napretka banaka u prodaji tih kredita. Na strani obveza banke su intenzivirale prijenos učinka negativnih kamatnih stopa na deponente, a stope regulatornoga kapitala sveukupno su se neznatno smanjile u prvoj polovini 2021. Raspoloženje tržišta prema bankama u europodručju ostalo je povoljno zbog rezultata testiranja otpornosti na stres koje je Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo provelo u srpnju 2021. i povlačenja ESB-ove preporuke da se sve banke suzdrže od isplate dividenda ili da ih ograniče.³⁶ U nadolazećem razdoblju profitabilnost će ovisiti o kretanju gospodarskog oporavka i pandemije, a mogla bi se ponovo pojaviti i određena zabrinutost glede kvalitete imovine kako se bude nastavljalo s postupnim ukidanjem

³⁶ Vidi „ECB decides not to extend dividend recommendation beyond September 2021“, priopćenje za javnost, nadzor banaka ESB-a, 23. srpnja 2021.

U nebankarskom financijskom sektoru povećalo se preuzimanje kreditnog rizika zbog smanjenja likvidne imovine.

mjera državne potpore. Osim toga, banke su u 2021. i nadalje na razne načine bile suočene sa strukturnim problemima koji su postojali i prije pandemije, kao što su niska troškovna učinkovitost, ograničena diversifikacija prihoda, višak kapaciteta i smanjene marže u okružju niskih kamatnih stopa.

U 2021. nebankovne financijske institucije, kao što su investicijski fondovi, osiguravajuća društva i mirovinski fondovi, koji su važan izvor financiranja realnoga gospodarstva, nastavili su povećavati svoje udjele obveznica niže kvalitete. Iako su kreditni rizici koji proizlaze iz tih vrijednosnih papira u kratkoročnom razdoblju bili ublaženi jer su se ranjivosti u sektoru poduzeća smanjile, nebankovne financijske institucije ostale su izložene riziku od znatnih kreditnih gubitaka ako se uvjeti u tom sektoru pogoršaju. Kad je riječ o investicijskim fondovima, rast kreditnog rizika bio je dodatno potaknut visokim likvidnosnim rizikom, uzrokovanim niskim razinama gotovinskih pričuva i likvidne imovine, što taj sektor čini ranjivim u slučaju velikih odljeva ulagača. Trajanje izloženosti fondova dodatno se produžilo, pa su njihovi portfelji postali ranjiviji prema gubitcima od usklađivanja vrijednosti u slučaju znatnog povećanja globalnih prinosa. Ako gubici od usklađivanja vrijednosti potaknu velike otkupe, fondovi će, s obzirom na svoje niske zaštitne slojeve likvidnosti, možda morati prodavati imovinu, što bi moglo dovesti do negativne povratne sprege između vrednovanja imovine i otkupa. Izgledi za profitabilnost i kreditni rejting osiguravatelja poboljšali su se u 2021., zahvaljujući povoljnim kretanjima u potražnji, određivanju cijena i smanjenju troškova.

Povrh rizika za pojedinačne sektore klimatske promjene uzrokovale su višestruke, velike i sve hitnije rizike za financijsku stabilnost u europodručju u 2021. Analiza koju je ESB proveo tijekom godine³⁷ jasno je pokazala da bi klimatski rizici za banke iz europodručja, fondove i osiguravatelje mogli biti znatni, osobito ako se klimatske promjene ne ublaže na primjeren način. Svi trebaju upravljati svojom izloženošću prijelazu na niskougljično gospodarstvo i izloženošću fizičkim rizicima povezanim s ekstremnim vremenskim i klimatskim događajima. ESB-ove dosadašnje analize pokazuju da su ti rizici posebno koncentrirani u određenim sektorima, geografskim područjima i pojedinim bankama te da pogoršavaju posljedice za financijsku stabilnost. Osim toga, i nadalje je potrebno popunjavati praznine u podacima i metodologijama kako bi se klimatski rizici sveobuhvatnije procijenili.

³⁷ Vidi poseban tematski članak B pod naslovom „*Climate-related risks to financial stability*“, *Pregled financijske stabilnosti*, ESB, svibanj 2021.

Slika 3.1.

Ključne ranjivosti financijske stabilnosti u europodručju



Izvor: ESB

Napomene: Procjena financijske stabilnosti od 17. studenoga 2021.

3.2. Makrobonitetna politika: osiguravanje neometane ponude kredita i obuzdavanje rasta ranjivosti

Makrobonitetne politike ključan su instrument za rješavanje ranjivosti financijske stabilnosti.

Makrobonitetne politike mogu obuzdati rast ranjivosti i poboljšati otpornost financijskog sektora te tako pridonijeti tome da ponuda kredita gospodarstvu bude neometana čak i u razdoblju poteškoća, kao, primjerice, tijekom pandemije. S tim u vezi, ESB ima zadaću procjenjivati makrobonitetne kapitalne mjere za banke koje planiraju nacionalna tijela u državama koje sudjeluju u europskom nadzoru banaka. Važno je naglasiti da je ESB ovlašten primijeniti i strože kapitalne mjere ako to bude potrebno.³⁸

³⁸ U skladu s člankom 5. uredbe o SSM-u ESB ima važnu ulogu i posebne ovlasti na tom području.

U svojoj novoj strategiji monetarne politike ESB u raspravama o monetarnoj politici poklanja više pozornosti pitanjima financijske stabilnosti, zbog čega se povećava važnost makrobonitetne politike.³⁹ Financijska stabilnost preduvjet je za stabilnost cijena jer financijske krize rezultiraju slabljenjem transmisijskog mehanizma monetarne politike i prekomjernim razduživanjem banaka, što ima negativne posljedice za gospodarski rast i inflacijske izgleda. S tim u vezi, iako se monetarnom akomodacijom kroz niz kanala može podržati financijska stabilnost,⁴⁰ akomodacija može dovesti i do povećanja sistemskih rizika, što opravdava praćenje i razmatranje s makrobonitetnog stajališta. Pronalazeći rješenja za rizike za financijsku stabilnost, uključujući one koji proizlaze iz neplaniranih učinaka monetarne akomodacije, makrobonitetne mjere omogućuju monetarnoj politici da se usredotoči na svoj glavni cilj, stabilnost cijena. U skladu s tom novom strategijom u okviru monetarne i financijske analize redovito se provodi dubinska procjena međudjelovanja monetarne politike i financijske stabilnosti koja se razmatra na sastancima o monetarnoj politici Upravnog vijeća.

Rizici za financijsku stabilnost trenutačno su povezani s ranjivostima uzrokovanim sve napregnutijim vrednovanjima na tržištima nekretnina i financijskim tržištima, kontinuiranim preuzimanjem rizika nebankovnih financijskih institucija i povećanjem razina duga u javnom i privatnom sektoru.⁴¹ Pooštrenjem makrobonitetnih politika mogle bi se riješiti neke od tih ranjivosti, osobito one na tržištima nekretnina u nekim državama, i u većim razmjerima povećati sveukupna otpornost banaka. Osim toga, jačanje regulatornog okvira za banke i nebankovne financijske institucije te upravljanje klimatskim rizicima pomoći će da se dodatno poveća ukupna dugoročna otpornost financijskog sustava.

Makrobonitetna politika za vrijeme pandemije

Niz politika financijskog sektora pomogao je da se očuva financijska stabilnost za vrijeme pandemije.

Na početku pandemije, kako bi bankama olakšala apsorpciju mogućih gubitaka i omogućila im da zadovolje potražnju za kreditima, makrobonitetna tijela oslobodila su više od 20 mlrd. EUR kapitala, uglavnom oslobađanjem protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala i zaštitnog sloja za sistemski rizik.⁴² Te su mjere upotpunile one koje je poduzeo nadzor banaka ESB-a radi pružanja privremene kapitalne i operativne

³⁹ Vidi [izjavu o strategiji monetarne politike ESB-a](#) i [pregled](#) te područje rada povezano s makrobonitetnom politikom, monetarnom politikom i financijskom stabilnošću „[The role of financial stability considerations in monetary policy and the interaction with macroprudential policy in the euro area](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 272, ESB, rujan 2021. Vidi i okvir pod naslovom „[The role of financial stability in the ECB's new monetary policy strategy](#)”, *Pregled financijske stabilnosti*, ESB, studeni 2021.

⁴⁰ Za vrijeme recesija monetarna politika može stabilizirati i gospodarstvo (smanjujući tako gubitke financijskog sektora) i inflaciju, čime se umanjuje rizik za pojavu dužničko-deflacijske spirale). Najvažnije je pritom da također može suzbiti navale na banke i prisilne prodaje u razdobljima izravnog financijskog stresa.

⁴¹ Vidi ESB, studeni 2021. [Pregled financijske stabilnosti](#).

⁴² U Cipru, Litvi i Portugalu te su mjere bile potpomognute istodobnim odgađanjem postupnog uvođenja zaštitnih slojeva za ostale sistemski važne institucije. Makrobonitetna tijela također su prilagodila mjere politike povezane sa stambenim nekretninama u cilju izbjegavanja neplaniranog proširenja gospodarskog ciklusa i očuvanja otpornosti banaka i dužnika. Vidi Okvir 3. u članku pod naslovom „[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)”, *Ekonomski bilten*, broj 7, ESB, studeni 2021.

potpore bankama te ograničenja raspodjele dividenda.⁴³ ESB je u 2021. nastavio pratiti učinkovitost kojom bonitetne mjere i okvir za kapital osiguravaju neometanu ponudu kredita tijekom pandemije. Istraživanja stručnjaka ESB-a upućuju na to da je oslobađanje kapitala doista učinkovito povećalo ponudu kredita (vidi Okvir 4.).

U drugoj polovini 2021. cjelokupna makrobonitetna politika počela se postupno i ciljano pooštrevati uz nastavak gospodarskog oporavka i daljnji rast srednjoročnih ranjivosti, posebice na tržištima stambenih nekretnina. U skladu s procjenom ESB-a makrobonitetne su mjere uvedene ili pooštrene u nekim jurisdikcijama u kojima su zabilježene intenzivnije ranjivosti i veći napredak gospodarskog oporavka. U Bugarskoj i Estoniji povećan je protuciklički zaštitni sloj kapitala.⁴⁴ U Litvi je uveden zaštitni sloj za sektorski sistemski rizik od 2 % kako bi se riješili rizici povezani sa stambenim nekretninama.⁴⁵ U Belgiji, Estoniji i Francuskoj razdoblje primjene makrobonitetnih mjera u skladu s člankom 458. [uredbe o kapitalnim zahtjevima](#) produljeno je. Osim toga, Nizozemska je odlučila da od 1. siječnja 2022. počne primjenjivati donji prag za ponder rizika⁴⁶ na portfelje hipotekarnih kredita banaka koje za izračun regulatornih kapitalnih zahtjeva rabe pristup zasnovan na internim rejting-sustavima.⁴⁷

ESB je procijenio obavijesti o makrobonitetnim mjerama u 2021. i nije dao prigovor ni na jednu od tih odluka, smatrajući da su u skladu s ESB-ovim vlastitim procjenama. Daljnje pooštrevanje makrobonitetnih politika radi rješavanja rastućih srednjoročnih ranjivosti čini se opravdano, osim ako se ne ostvare negativni rizici za gospodarski rast.⁴⁸ S tim u vezi ESB je spreman primijeniti strože makrobonitetne mjere od onih koje su donijela nacionalna tijela ako se procijeni da su potonje mjere nedovoljne ili ako se bude očekivalo da će se ranjivosti nastaviti povećavati.

Naposljetku, ESB sudjeluje u inicijativama za jačanje makrobonitetnog nadzora. Pridonijet će preispitivanju makrobonitetnog okvira za banke EU-a za 2022. odgovarajući na poziv za davanje savjeta Europske komisije i koordinirajući svoje

⁴³ U ožujku 2020. ESB je uputio preporuku bankama da se suzdrže od raspodjele dividenda i otkupa dionica barem do 1. listopada 2020. (u srpnju 2020. produljio je tu preporuku do 1. siječnja 2021., a u prosincu 2020. zatražio od banaka da razmotre ograničenje ili potpuno suzdržavanje od raspodjele gotovinskih dividenda do kraja rujna 2021.) i dopustio im da privremeno posluju ispod razine kapitala utvrđene uputama u sklopu drugog stupa i zaštitnog sloja za očuvanje kapitala barem do kraja 2022., s tim da vremenski okvir za povratak banaka na razine utvrđene uputama u sklopu drugog stupa ovisi o gospodarskim uvjetima. Taj je vremenski okvir potvrđen rezultatima testiranja otpornosti na stres koje je 2021. provelo Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo. Vidi [„ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus”, priopćenje za javnost](#), 12. ožujka 2020., [„ECB asks banks not to pay dividends until at least October 2020”, priopćenje za javnost](#), 27. ožujka 2020., [„ECB ask banks to refrain from or limit dividends until September 2021”, priopćenje za javnost](#), 15. prosinca 2020. i [FAQs on ECB supervisory measures in reaction to the coronavirus](#). ESB je ukinuo ograničenja za raspodjele dividenda i otkupe dionica 30. rujna 2021.

⁴⁴ U Bugarskoj će dva uzastopna povećanja sadašnje pozitivne stope stupiti na snagu u listopadu 2022. i u siječnju 2023., a u Estoniji će to povećanje početi vrijediti u prosincu 2022.

⁴⁵ Zaštitni sloj za sektorski sistemski rizik obuhvatit će sve izloženosti prema fizičkim osobama koje su osigurane stambenim nekretninama, a stupit će na snagu u srpnju 2022.

⁴⁶ Ta je mjera donesena 2020., ali njezina je provedba odgođena na početku krize uzrokovane koronavirusom.

⁴⁷ Osim navedenih mjera, neka su tijela prilagodila zaštitne slojeve za ostale sistemske važne institucije te vratila na početnu razinu ili ukinula zaštitne slojeve za sistemske rizike kako bi zaštitne slojeve uskladila s izmjenama [direktive o kapitalnim zahtjevima](#). ESB na svojim mrežnim stranicama objavljuje [pregled](#) makrobonitetnih mjera o kojima je obaviješten i koje su provedene ili javno najavljene u državama koje su obuhvaćene nadzorom banaka ESB-a.

⁴⁸ Vidi [odjeljak 5](#). ESB-ova Pregleda financijske stabilnosti iz studenoga 2021.

stajalište s onima Europskog odbora za sistemske rizike i Europskoga nadzornog tijela za bankarstvo.⁴⁹ Osim toga, ESB na odgovarajućim forumima nastavlja promicati inicijative za napredovanje prema makrobonitetnom pristupu za nebankovne financijske institucije (vidi Okvir 5.).

Suradnja s Europskim odborom za sistemske rizike

U 2021. ESB je nastavio pružati analitičku, statističku, logističku i administrativnu podršku Tajništvu Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB).⁵⁰ ESB je općenito podržao rad ESRB-a, osobito u vezi sa sljedećim: (1) posljedicama koje su na financijsku stabilnost ostavile mjere fiskalne potpore tijekom pandemije,⁵¹ (2) izazovima za makrobonitetnu politiku u okružju niskih kamatnih stopa,⁵² (3) razvojem mjerila rizika za nebankovne financijske institucije (vidi Okvir 5. o makrobonitetnom pristupu za nebankarski financijski sektor)⁵³ i (4) rizicima za financijsku stabilnost koje uzrokuju pokretači klimatskih promjena.⁵⁴ ESB je također predsjedavao ESRB-ovom Radnom skupinom za testiranje otpornosti na stres⁵⁵ i aktivno je sudjelovao u nekoliko drugih ESRB-ovih radnih skupina, kao što su: tim za izradu nacrtu odgovora na Komisijin poziv za davanje savjeta u sklopu preispitivanja okvira makrobonitetne politike EU-a u 2022., stručna skupina za operacionalizaciju okvira makrobonitetne politike,⁵⁶ radna skupina koja analizira učinke preklapanja kapitalnih zahtjeva⁵⁷ i Europska sistemska kiberskupina, koja razvija makrobonitetnu strategiju za procjenu sistemskih kiberrizika.

Podrobnije informacije o ESRB-u mogu se pronaći na njegovim [mrežnim stranicama](#) i u njegovim [godišnjim izvješćima](#).

⁴⁹ U srpnju 2021. Europska komisija uputila je poziv za davanje savjeta Europskom odboru za sistemske rizike, Europskom nadzornom tijelu za bankarstvo i ESB-u radi zakonodavnog preispitivanja makrobonitetnog okvira EU-a. Zahtijevaju se savjeti u vezi sa sljedećim: (1) oblikovanjem i funkcioniranjem okvira zaštitnih slojeva, (2) instrumentima koji nedostaju ili su zastarjeli, (3) pitanjima povezanim s unutarnjim tržištem i (4) globalnim rizicima.

⁵⁰ ESRB je odgovoran za makrobonitetni nadzor financijskog sustava EU-a te za sprječavanje i ublažavanje sistemskog rizika.

⁵¹ Radna skupina ESRB-a objavila je izvješće [Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic](#) u veljači 2021. i [posuvremenjeni članak o praćenju](#) u rujnu 2021.

⁵² Izvješće [Lower for longer – macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment](#) objavljeno je u lipnju 2021.

⁵³ Taj je rad obuhvatio šesto izdanje dokumenta [EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor](#) i, u srpnju 2021., dokumenta [Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds](#), koji se primarno bavi kontekstom regulatornog okvira EU-a.

⁵⁴ Izvješće [Climate-related risk and financial stability](#) objavljeno je u srpnju 2021.

⁵⁵ To je obuhvaćalo pripremu nepovoljnih [scenarija](#) za testiranja otpornosti na stres na razini EU-a sektora osiguranja, koje je 2021. provelo Europsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje (EIOPA), testiranje otpornosti na stres na razini EU-a središnjih drugih ugovornih strana, koje je 2021. provelo Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) i testiranje otpornosti na stres na razini EU-a bankarskog sektora, koje je 2021. koordiniralo Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo.

⁵⁶ Izvješće o [makrobonitetnoj politici](#) objavljeno je u prosincu 2021.

⁵⁷ Izvješće o [preklapanju kapitalnih zahtjeva](#) objavljeno je u prosincu 2021.

Okvir 4.

Zaštitni slojevi kapitala banaka i kreditiranje nefinancijskih društava tijekom pandemije

Glavni cilj okvira za zaštitne slojeve kapitala Basel III jest smanjiti vjerojatnost da se u bankovnom sustavu u vrijeme kriza ograniči ponuda kredita. U tu je svrhu na temelju Basela III i njegove provedbe u Europi uveden zahtjev za kombinirani zaštitni sloj (ZKZS)⁵⁸, dodatnu razinu kapitala koju banke moraju ispuniti u povoljnim razdobljima kako bi osigurale kapital kojim se mogu poslužiti u razdobljima gospodarskog pada za apsorpiranje gubitaka i zadovoljenje potražnje za kreditima. Međutim, ZKZS se primjenjuje uz neka ograničenja, što se posebno odnosi na najveći raspodjeljivi iznos, kojim se bankama određuje gornja granica za isplate dividenda, otkupe dionica i bonuse.⁵⁹

Banke bi zbog nekih čimbenika mogle biti nesklone rabiti zaštitne slojeve kapitala. Mogući su čimbenici ograničenja isplata dividenda i tržišna stigma povezana sa smanjenjem stopa kapitala jer niža stopa kapitala upućuje na nižu solventnost. Naposljetku, budu li banke nesklone koristiti se ZKZS-om, mogle bi reagirati na stvaran ili očekivani gubitak kapitala tako što će smanjiti svoju kreditnu aktivnost umjesto da prihvate nižu stopu kapitala, čime će ograničiti ponudu kredita u vrijeme krize, što je u suprotnosti sa svrhom okvira za zaštitne slojeve kapitala. Zbog toga se bonitetna tijela mogu odlučiti smanjiti ZKZS tako što će smanjiti neke njegove komponente, kao što su protuciklički zaštitni sloj kapitala⁶⁰ ili zaštitni sloj za sistemski rizik⁶¹.

Pandemija bolesti COVID-19 i kapitalne mjere koje su zbog nje poduzete omogućuju uvid u reakcije banaka i njihovu sklonost uporabi oslobođenih zaštitnih slojeva. Banke u europodručju imale su na početku pandemije relativno snažne stope kapitala, čemu su dodatno pridonijele izvanredne mjere politike. Zahvaljujući tome cijeli bankovni sustav europodručja uspješno je odgovorio na nagli porast potražnje za kreditima poduzeća. Međutim, promatrajući reakcije pojedinačnih banaka na poduzete mjere, može se ispitati učinkovitost dvaju najvažnijih obilježja makrobonitetnog okvira, iako je nekoliko mjera potpore do sad spriječilo nastanak velikih gubitaka u bankarskom sektoru. Prvo, prema reakcijama banaka na smanjenje zaštitnih slojeva i druge kapitalne mjere potpore može se procijeniti učinkovitost smanjenja tih obveza u razdobljima stresa. Drugo, ponašanje banaka s malo raspoloživog kapitala iznad ZKZS-a pruža informacije o njihovoj sklonosti uporabi zaštitnih slojeva.

Smanjenje zaštitnih slojeva i druge kapitalne mjere potpore imali su pozitivne učinke na kreditiranje poduzeća u 2020., osobito kad je riječ o bankama čiji je kapital bio bliži ZKZS-u.⁶² Za vrijeme

⁵⁸ Ukupan redovni osnovni kapital (CET 1) koji je potreban za ispunjenje zahtjeva za zaštitni sloj za očuvanje kapitala koji je uvećan za protuciklički zaštitni sloj kapitala specifičan za pojedinu instituciju, zaštitni sloj za globalne sistemski važne institucije, zaštitni sloj za ostale sistemski važne institucije i zaštitni sloj za sistemski rizik, ovisno o tome što je primjenjivo. Utvrđen je u članku 128. direktive o kapitalnim zahtjevima.

⁵⁹ Ako stopa redovnog osnovnog kapitala neke banke padne ispod zbroja kapitalnih zahtjeva u sklopu prvog i drugog stupa te zahtjeva za kombinirani zaštitni sloj – što je razina koja se naziva prag najvećega raspodjeljivog iznosa – ta banka mora izračunati svoj najmanji raspodjeljivi iznos, kojim se određuje gornja granica za moguće isplate kapitala u obliku dividenda, otkupa dionica i bonusa. Što je veća razlika između stope redovnog osnovnog kapitala i praga najvećega raspodjeljivog iznosa banke to je manji iznos dopušteno isplatiti.

⁶⁰ Zaštitni sloj kapitala kojim se osigurava da kreditne institucije akumuliraju dovoljno kapitala u razdobljima prekomjernog rasta kredita kako bi mogle apsorbirati gubitke u razdobljima stresa. Mora se zadovoljiti redovnim osnovnim kapitalom. Zaštitni sloj specifičan je za pojedinu instituciju, a izračunava se kao ponderirani prosjek stopa protucikličkog zaštitnog sloja koje se primjenjuju u zemljama u kojima se kreditne izloženosti te institucije nalaze.

⁶¹ Zaštitni sloj kapitala koji se primjenjuje na financijski sektor, neki njegov podsektor ili više njih, radi sprječavanja i ublažavanja makrobonitetnih ili sistemskih rizika. Mora se zadovoljiti redovnim osnovnim kapitalom i može se primijeniti na sve izloženosti ili na podskupinu izloženosti.

⁶² Vidi poseban tematski članak A pod naslovom „Bank capital buffers and lending in the euro area during the pandemic“, *Pregled financijske stabilnosti*, ESB, studeni 2021.

pandemije bonitetna tijela smanjila su ZKZS (smanjivši protuciklički zaštitni sloj i zaštitni sloj za sistemski rizik) te promijenila sastav zahtjeva u sklopu drugog stupa, smanjivši udio redovnog osnovnog kapitala (CET1), odnosno najkvalitetnijeg kapitala, koji banke moraju imati da bi ispunile taj zahtjev. Iznosi kredita banaka koje su se koristile tim mjerama bili su u 2020. godini za 3,1 % veći od onih drugih banaka, dok su kamatne stope na kredite poduzećima bile za 7 baznih bodova niže. Važno je naglasiti da je taj učinak bio veći za banke koje su bile blizu ZKZS-a, što upućuje na to da su banke sklone rabiti kapital iznad ZKZS-a, ali ne i sam ZKZS (vidi grafikon A).

Banke s kapitalom blizu ZKZS-a smanjile su kreditiranje poduzeća, što također upućuje na nesklonost banaka da rabe ZKZS. Ekonometrijska analiza pokazuje da se u usporedbi s drugim bankama u 2020. zbog približenosti ZKZS-u rast kreditiranja znatno smanjio, za 2,7 postotnih bodova. Dakle, banke su nesklorne koristiti se zaštitnim slojevima.

Smanjenje kreditne aktivnosti banaka koje su bile bliže ZKZS-u dovelo je do povećanja kreditnih ograničenja za nefinancijska poduzeća koja su se oslanjala na te banke. Poduzeća izložena bankama približenima ZKZS-u (npr. s više od 75 % kredita prije pandemije bolesti COVID-19) zadužila su se za 5,3 % manje tijekom pandemije nego druga poduzeća. Učinak se povećao na 7 % za poduzeća koja su na početku pandemije imala samo jednog zajmodavca (približenog ZKZS-u). To nam govori da je u vrijeme krize poduzećima katkad teško pronaći drugog zajmodavca, što naglašava važnost kapitalnih pozicija banaka za pristup financiranju njihovih klijenata.

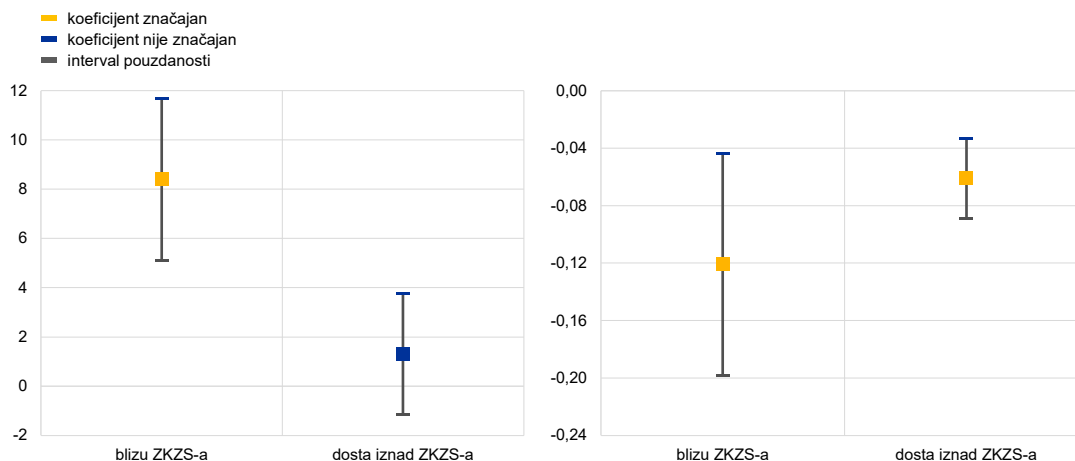
Sudeći prema ponašanju pojedinih banaka tijekom pandemije može se zaključiti da banke pozitivno reagiraju na oslobađanje zaštitnih slojeva i druge kapitalne mjere potpore, ali da su nesklorne koristiti se zaštitnim slojevima. Smanjenje kapitalnih zahtjeva i zaštitnih slojeva potpomoglo je ponudu kredita poduzećima tako što je povećalo iznos kapitala iznad ZKZS-a. Iz toga se vidi da smanjenje zaštitnih slojeva kapitala može pridonijeti ublažavanju mogućega procikličkog ponašanja bankovnog sustava u razdobljima gospodarskih poteškoća. Međutim, ponašanje banaka s ograničenim kapitalom iznad ZKZS-a moglo bi upućivati na prepreke za neometano funkcioniranje okvira za kapital u razdobljima gospodarskih poteškoća. Potrebna su daljnja istraživanja, među ostalim i makroekonomskog učinka, kako bi se dodatno testirali i potkrijepili rezultati prikazani u ovom okviru te omogućilo donošenje dalekosežnijih zaključaka.

Grafikon A

Kapitalne mjere potpore potpomažu ponudu kredita

procijenjeni učinci kapitalnih mjera potpore za banke čiji je kapital na različitim udaljenostima od ZKZS-a

(lijevo: promjene u postotcima u iznosu kredita, desno: promjene u postotnim bodovima u kamatnim stopama na kredite)



Izvori: Podatci ESB-a AnaCredit, nadzorni podatci ESB-a i izračun ESB-a

Okvir 5.

Makrobonitetni pristup za nebankarski financijski sektor

Nebankarski financijski sektor rastao je brže od bankarskog sektora u najvećem dijelu prošlog desetljeća. Financijska imovina osiguravajućih društava, mirovinskih fondova, investicijskih fondova i novčanih fondova u europodručju više se nego udvostručila od početka globalne financijske krize u 2008., pa je na kraju 2021. iznosila oko 32 bil. EUR.⁶³ U istom je razdoblju nebankovno financiranje postalo važan izvor financiranja za realno gospodarstvo, a njegov udio u ukupnim kreditima nefinancijskim društvima također se udvostručio, povećavši se s približno 15 % na 30 %.⁶⁴ S obzirom na sve važniju ulogu nebankovnih financijskih institucija u financiranju realnoga gospodarstva i njihovu povezanost sa širim financijskim sustavom, važno je da se rizici u ovom sektoru rješavaju u okviru pristupa koji se primjenjuje na cijeli sustav.

Okvir politike za nebankovne financijske institucije treba unaprijediti iz makrobonitetne perspektive

Danas je okvir makrobonitetne politike ponajprije usmjeren na bankarski sektor, a okviru za nebankarski financijski sektor u velikoj mjeri nedostaje makrobonitetna perspektiva. To znači da postoji manji broj zaštitnih mjera za sistemske rizike koji nastaju u tom sektoru, koji je često netransparentan i čiji su segmenti međusobno povezani. Zbog strukture tog sektora i blažih regulatornih zahtjeva u usporedbi s onima u bankarskom sektoru ti rizici mogu rasti tijekom gospodarskog uzleta. Pojava neočekivanoga gospodarskog šoka ili pogoršanje gospodarskih izgleda uzrokuju rizik da nebankovne financijske institucije prociklički reagiraju prodajom imovine na

⁶³ ESB-ovi primarni statistički podatci za monetarne financijske institucije, osiguravajuća društva i mirovinske fondove te investicijske fondove.

⁶⁴ Prema računima europodručja i ESB-ovim primarnim statističkim podatcima; vidi i ESB-ov [Pregled financijske stabilnosti](#) iz studenoga 2020., Grafikon 4.1.

tržištu, koje je već u poteškoćama, i smanjenjem obujma svojih aktivnosti, što dovodi do pooštavanja financijskih uvjeta i povećanja stresa u sustavu.

Tijekom previranja na financijskim tržištima u ožujku 2020. pokazalo se da dijelovi nebankarskoga financijskog sektora nisu dovoljno otporni da bi mogli apsorbirati gospodarski šok ne stvarajući pritom rizik da se on proširi na druge financijske posrednike i šire gospodarstvo. Na vidjelo su izišle postojeće ranjivosti, kao što su likvidnosne neusklađenosti u novčanim fondovima i fondovima korporativnih obveznica te likvidnosni rizici povezani s praksama koje se odnose na procikličnost pokrivenosti maržom. Postojeći alati za upravljanje likvidnošću nisu mogli adekvatno ublažiti stres, pa su se ti likvidnosni pritisci počeli smanjivati tek nakon što su u europodručju i cijelom svijetu provedene izvanredne mjere monetarne politike.

Taj je slučaj naglasio potrebu da nadležna tijela primijene holistički i sustavan pristup, razmotre ulogu različitih sudionika te procijene i oblikuju politike za rješavanje strukturnih ranjivosti u nebankarskom financijskom sektoru, što je istaknuo i Odbor za financijsku stabilnost.⁶⁵ Događaji iz ožujka 2020. također su naglasili važnost jačanja uloge nadzora tržišta kapitala u cijelom EU-u, čime bi se unaprijedilo prekogranično praćenje rizika i koordinirana provedba mjera u cijeloj Europi.

Potrebno je razviti sveobuhvatan makrobonitetni okvir kako bi se povećala otpornost nebankarskoga financijskog sektora te osigurati da on bude stabilan izvor financiranja za realno gospodarstvo i u normalnim i u stresnim tržišnim uvjetima. Također bi pridonio učinkovitoj transmisiji monetarne politike. Te bi regulatorne reforme trebale smanjiti i potrebu za izvanrednim intervencijama središnjih banaka te pridonijeti ublažavanju moguće zabrinutosti u vezi s tim mjerama, npr. u vezi s rizicima za javna sredstva i stvaranjem poticaja za tržišne sudionike da preuzimaju prekomjeran rizik.

Makrobonitetni okvir treba biti strukturiran u skladu s nekoliko ključnih načela. S obzirom na međusobnu povezanost segmenata tog sektora treba usvojiti perspektivu koja se odnosi na cijeli sektor. Njome treba prije svega nastojati unaprijediti *ex ante* otpornost tog sektora poboljšavajući njegovu sposobnost apsorpcije šokova. Treba također biti dovoljno prilagodljiv u odnosu na rizike koji se s vremenom mijenjaju i, s obzirom na heterogenost tog sektora, prilagođen raznolikom skupu subjekata i aktivnosti.

Reforme treba uključiti u usklađene međunarodne politike

Kad je riječ o međunarodnom političkom programu, prošle godine postignut je znatan napredak u reformiranju novčanih fondova, koji su u ožujku 2020. bili izloženi velikom stresu. Odbor za financijsku stabilnost objavio je prijedloge politike za međunarodno rješavanje ranjivosti u novčanim fondovima, kojima je ESB dao svoj doprinos.⁶⁶ To su prijedlozi za povećanje otpornosti novčanih fondova smanjenjem likvidnosnih neusklađenosti i „učinaka litice” uzrokovanih mogućim povredama regulatornih pragova. ESB je sudjelovao i u izradi [preporuke ESRB-a o reformama novčanih fondova](#), što će pridonijeti preispitivanju [uredbe EU-a o novčanim fondovima](#), koje će Europska komisija provesti u 2022. te je objavio dodatnu analizu prijedloga reforma.⁶⁷ Sljedeći korak trebao bi

⁶⁵ Vidi „[Holistic Review of the March Market Turmoil](#)”, Odbor za financijsku stabilnost, 17. studenoga 2020.

⁶⁶ Vidi „[Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience – Final report](#)”, Odbor za financijsku stabilnost, 11. listopada 2021.

⁶⁷ Vidi „[Mind the liquidity gap: a discussion of money market fund reform proposals](#)” i „[Assessing the impact of a mandatory public debt quota for private debt money market funds](#)”, *Makrobonitetni bilten*, broj 16, ESB, 21. siječnja 2022.

biti unaprjeđenje politika za otvorene investicijske fondove i praksa koje se odnose na pokrivenost maržom te rješavanje rizika uzrokovanih financijskom polugom nebankovnih financijskih institucija.

Glavni prioritet politika za širi sektor investicijskih fondova trebao bi biti rješavanje likvidnosnih neusklađenosti. Važno je osigurati bolju usklađenost likvidnosti imovine s uvjetima za isplatu tako što će se ili ograničiti učestalost isplata ili osigurati da fondovi imaju dovoljno likvidne imovine. Instrumenti za upravljanje likvidnošću, kao što su zaštitno prilagođavanje cijena ili naknade za sprječavanje razvodnjavanja, mogu nadopuniti te reforme, ali nisu toliko učinkoviti u rješavanju likvidnosne neusklađenosti.

Osim toga, od presudne je važnosti razumjeti i riješiti rizike povezane s financijskom polugom u nebankarskom financijskom sektoru. Praćenje i rješavanje ranjivosti koje nastaju zbog uporabe financijske poluge zahtijevaju globalno ujednačena mjerila za financijsku polugu. Treba nastaviti s radom u međunarodnim okvirima na procjeni opsega i distribucije financijske poluge nebankovnih financijskih institucija, koja uključuje i uporabu izvedenica za stvaranje sintetičkih izloženosti. Time će se dati informacijski doprinos raspravama o politici u vezi s ublažavanjem sistemskog rizika koji nastaje zbog uporabe financijske poluge izvan bankarskog sektora.

Međunarodni rad na praksama koje se odnose na pokrivenost maržom trebao bi nastojati povećati transparentnost, smanjiti prekomjernu procikličnost marže i osigurati da banke budu bolje pripremljene za odgovaranje na maržne pozive.⁶⁸ Transparentnost i predvidljivost modela inicijalne marže koje rabe i središnje druge ugovorne strane i klirinški članovi treba poboljšati kako bi i banke i nebankovne financijske institucije bile bolje pripremljene za odgovaranje na maržne pozive. Osim toga, sve vrste nebankovnih financijskih institucija trebaju imati odgovarajuće okvire za upravljanje likvidnošću kako bi bile dobro pripremljene za udovoljavanje maržnim pozivima. To će ublažiti likvidnosni rizik u cijelom sustavu, među ostalim i među novčanim fondovima, kojima se tržišni sudionici koriste za pohranu likvidnosti, te među investicijskim fondovima, osiguravajućim društvima i mirovinskim fondovima, koji se koriste izvedenicama i stoga podliježu maržnim pozivima.

3.3. Mikrobonitetne aktivnosti za osiguranje stabilnosti pojedinih banaka

ESB je vratio na prijašnju razinu neke izvanredne nadzorne mjere uvedene 2020. radi ublažavanja utjecaja šoka izazvanog pandemijom bolesti COVID-19.

Budući da su se gospodarski izgledi tijekom 2021. poboljšali, ESB je najavio da će postupno vratiti na prijašnju razinu neke nadzorne mjere uvedene kako bi se bankama u pandemiji omogućilo da nastave odobravati kredite gospodarstvu. ESB je u srpnju **odlučio** da nakon 30. rujna 2021. neće produžiti svoju preporuku upućenu svim bankama da se suzdrže od isplate dividenda i otkupa dionica ili da ih ograniče, ali je upozorio banke da i nadalje moraju biti razborite i da ne smiju podcijeniti rizik mogućeg utjecaja dodatnih gubitaka na njihova kapitalna kretanja nakon isteka mjera potpore. S tim u vezi ESB je tijekom 2021. posebnu pozornost posvećivao kreditnom riziku, osobito odgovarajućoj klasifikaciji i mjerenju rizika u bilancama banaka te spremnosti banaka da pravodobno rješavaju pitanje dužnika u poteškoćama. ESB je u srpnju **produžio** mjeru potpore povezanu s omjerom

⁶⁸ Vidi BCBS, CPMI i IOSCO, „Consultative report: Review of margining practices”, Banka za međunarodne namire i Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire, listopad 2021.

financijske poluge za banke do ožujka 2022., također uzimajući u obzir posebne monetarne uvjete. Sve odluke o nadzornim mjerama potpore ESB-a i odluke o dodatnoj usmjerenosti na kreditni rizik priopćene su bankama i javnosti u javnim objavama čestih pitanja, priopćenjima za javnost, objavama na blogovima i govorima.

ESB je proveo testiranje otpornosti na stres nekih najvećih europskih banaka, nastavio s radom povezanim s razdobljem poslije Brexita i dovršio TRIM.

ESB je proveo testiranje otpornosti na stres nekih velikih i srednjih banaka koje izravno nadzire. Ti su **rezultati**, objavljeni u srpnju 2021., pokazali da bi bankovni sustav europodručja mogao podnijeti moguće daljnje pogoršavanje gospodarskih uvjeta. ESB je prvi put objavio pojedinačne informacije za banke koje nisu uključene u uzorak testiranja otpornosti na stres u cijelom EU-u koje koordinira Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo, ali su pod izravnim nadzorom ESB-a. Osim toga, ESB je dovršio svoje sveobuhvatne procjene dviju talijanskih banaka, jedne estonske banke i jedne litavske banke, nakon što su te banke svrstane među značajne institucije. Za sve banke koje postaju ili će vjerojatno postati predmet izravnog nadzora ESB-a zahtijeva se sveobuhvatna procjena, koja se sastoji od testiranja otpornosti na stres i pregleda kvalitete imovine. Rezultati sveobuhvatne procjene pokazuju da nijedna od tih četiriju banaka nije suočena s manjkom kapitala. Ipak, od tih će se banaka očekivati da poduzmu popratne aktivnosti na temelju tog ishoda i mjere za rješavanje pitanja povezanih s nalazima pregleda kvalitete imovine.

ESB je također nastavio s radom povezanim s razdobljem poslije Brexita. Nakon svršetka prijelaznog razdoblja (u kojem je Ujedinjenu Kraljevinu još uvijek obvezivalo pravo EU-a) 31. prosinca 2020., ESB je nastavio pratiti, u sklopu svoga kontinuiranog nadzora, provedbu ciljnih modela poslovanja banaka pogođenih Brexitom za razdoblje poslije Brexita kako bi osigurao da napreduju u skladu s prethodno dogovorenim vremenskim okvirima. Istodobno je započela provjera na osnovi rezultata mapiranja jedinica za trgovanje, namijenjena sustavnoj procjeni modela knjiženja društava kćeri međunarodnih bankovnih grupa novoosnovanih u EU-u.

ESB je završio svoju ciljanu provjeru internih modela značajnih institucija (**TRIM**). U sklopu TRIM-a, započetog 2016., ESB je proveo 200 istraga na licu mjesta o internim modelima u 65 značajnih banaka, kojima su bili obuhvaćeni interni modeli za kreditni i tržišni rizik te rizik druge ugovorne strane. Ukupno gledajući, ta je provjera potvrdila da se banke mogu nastaviti koristiti svojim internim modelima za izračun kapitalnih zahtjeva, u nekim slučajevima podliježući nadzornim mjerama. TRIM je poboljšao pouzdanost i usporedivost rezultata internih modela među bankama te pridonio smanjenju neopravdane varijabilnosti koja se ne temelji na riziku imovine ponderirane rizikom.

ESB je 26. lipnja 2021. preuzeo nadzor nad sistemski važnim investicijskim društvima u državama koje sudjeluju u europskom nadzoru banaka. U 2021. na investicijska društva počeo se primjenjivati novi europski regulatorni režim kako bi se bolje prikazali rizici koje različita investicijska društva preuzimaju i poboljšala učinkovitost nadzora tih društava. Najveća i sistemski najvažnija investicijska društva obvezna su zatražiti odobrenje za pružanje bankovnih usluga, a kad to odobrenje dobiju, potpadnu pod nadzor ESB-a. Europskom nadzoru banaka podliježu ona

Pokrenuta su javna savjetovanja o različitim nadzornim okvirima.

investicijska društva koja pružaju ključne tržišne i investicijske bankovne usluge, pa su zato, slično kao banke, izložene kreditnom i tržišnom riziku.

U skladu sa svojim trajnim nastojanjima da poboljša transparentnost i odgovornost ESB je pokrenuo niz javnih savjetovanja. Prvo se savjetovanje odnosilo na procjene primjerenosti i sposobnosti, za koje je ESB naknadno objavio revidirani i sveobuhvatniji [vodič](#). U revidiranom vodiču objašnjavaju se politike koje ESB primjenjuje pri procjeni prikladnosti pojedinih članova upravljačkih tijela banaka koje izravno nadzire i iznose se unaprijeđena nadzorna očekivanja u vezi s kolektivnom prikladnošću upravljačkih tijela banaka i pojedinačnom odgovornošću njihovih članova. Također se navodi postupak za nove procjene članova upravljačkih tijela u slučajevima kad se pojave nove činjenice koje mogu utjecati na njihovu prikladnost. Objavljen je i revidirani upitnik za procjenu sposobnosti i primjerenosti namijenjen poticanju daljnje konvergencije nadzora sposobnosti i primjerenosti u zemljama koje sudjeluju u europskom nadzoru banaka.

Drugo se savjetovanje odnosilo na [preispitivanje usklađenog okvira za uporabu mogućnosti i diskrecijskih prava](#) koja su, u skladu s pravom Europske unije, ESB-u dostupna u nadzoru banaka. ESB je predložio revizije svojih politika ponajprije zbog zakonodavnih promjena donesenih od prvog objavljivanja tih politika u 2016. Revizije se uglavnom odnose na mogućnosti i diskrecijska prava u primjeni zahtjeva povezanih s likvidnošću. Savjetovanje se odnosilo na mnoge aspekte nadzora, uključujući dopuštenja bankama koje žele smanjiti kapital, tretman određenih izloženosti u izračunu omjera financijske poluge te neka izuzeća od ograničenja velikih izloženosti.

Treće se savjetovanje odnosilo na nacrt [vodiča za obavješćavanje o sekuritizacijskim transakcijama](#), u kojemu se objašnjava koje informacije ESB očekuje od banaka koje izravno nadzire, a koje su inicijatori ili sponzori sekuritizacijskih transakcija. ESB je u svibnju 2021. objavio [odluku](#) kako bi osigurao da banke koje izravno nadzire udovoljavaju zahtjevima povezanim sa zadržavanjem rizika, transparentnošću i resekuritizacijom za sve sekuritizacije, koji su navedeni u člancima 6., 7. i 8. [uredbe EU-a o sekuritizaciji](#). Nadalje, to je u skladu s objašnjenjima te uredbe, koja su dio paketa mjera za oporavak tržišta kapitala EU-a, koja izričito navode da su ti zahtjevi bonitetne prirode te da ih zato trebaju nadzirati tijela nadležna za bonitetni nadzor.

ESB je također objavio nadzorne memorandume o razumijevanju koje je potpisao 2021. i za koje je u svakom pojedinom slučaju dobio suglasnost drugog tijela.

Podrobnije informacije o nadzoru banaka ESB-a mogu se pronaći na njegovim [mrežnim stranicama](#) i u [Godišnjem izvješću ESB-a o nadzornim aktivnostima u 2021.](#)

3.4. Doprinos ESB-a inicijativama europske politike

Nastavilo se s nastojanjima da se provedu potrebne regulatorne reforme.

U 2021. dovršene su ili pokrenute važne regulatorne reforme kako bi financijski sustav mogao podnijeti šokove uzrokovane pandemijom. Ipak, postoje još neka važna pravna i institucionalna pitanja koja treba riješiti kako bi europske banke

mogle poslovati u istinski integriranom okviru. To se posebno odnosi na dodatna nastojanja da se dovrši bankovna unija i provedu konačne reforme Basel III, da se nastavi s razvojem europskih tržišta kapitala, jačajući pritom regulatorni okvir za nebankovne financijske institucije, da se izrade propisi za kriptovalutu i stabilne kriptovalute te da se pronađe rješenje za klimatske rizike.

Dovršetak bankovne unije

Banke su tijekom pandemije bile otporne, ali treba i nadalje raditi na dovršetku bankovne unije.

Banke u bankovnoj uniji imale su koristi od snažne potpore politike realnom gospodarstvu te od poboljšanoga regulatornog i nadzornog okvira, koji su ojačali njihove kapitalne pozicije. Međutim, bankovnu uniju treba i nadalje jačati. ESB je u 2021. nastavio aktivno razvijati i poboljšavati ključna obilježja bankovne unije. Pridonio je raspravama o politikama koje se odnose na uspostavu europskog sustava osiguranja depozita, poboljšanje sposobnosti banaka za prekogranično poslovanje u okviru bankovne unije, ublažavanje preostalih rizika i unaprjeđenje instrumentarija za upravljanje krizom te dostupnost mogućnosti financiranja u kriznim situacijama. Kao i prethodnih godina ESB je nastavio pridonositi izvješćima o praćenju pokazatelja smanjenja rizika, pripremljenima zajedno s Europskom komisijom i Jedinственим санацијским одбором. Та се извјешћа узимају у обзир при доношењу политичких одлука о довршетку bankovne unije.

Rad na bankovnoj uniji bio je u cijeloj 2021. posebno posvećen poboljšanju okvira za upravljanje krizom. ESB je dao doprinos raspravi dokumentom [contribution to the European Commission's targeted consultation on the review of the crisis management and deposit insurance framework](#). U dokumentu se iznose prijedlozi za upravljanje bankom u krizi prije njezine propasti i nakon toga. Tijekom 2021. ESB je također pratio tehnički rad relevantnih europskih foruma i davao svoj doprinos tom radu, povezanom s operativnom provedbom zajedničkog zaštitnog mehanizma za Jedinственi fond za sanaciju. Zajednički zaštitni mehanizam dodatno će ojačati okvir za sanaciju banaka učinkovito udvostručujući resurse za sanaciju banaka putem Jedinственог фонда за санацију.

Provedba konačnih reforma Basel III

ESB pozdravlja prijedloge Europske komisije za izmjenu CRR-a i CRD-a radi provedbe konačnih reforma Basel III.

Provedba konačnih reforma Basel III nužna je kako bi se riješili nedostaci postojećeg okvira za regulatorni kapital i dodatno unaprijedila dugoročna otpornost financijskog sustava. Međunarodne regulatorne inicijative uvedene nakon globalne financijske krize poboljšale su sposobnost financijskog sustava da podnese velik i neočekivan šok kao što je pandemija. Konačni paket reforma Basel III namijenjen je rješavanju nedostataka u postojećem okviru, među ostalim i uvođenjem minimalne donje granice.

ESB dosljedno naglašava važnost pridržavanja međunarodnih financijskih standarda. U te su svrhe ESB i Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo u rujnu 2022. napisali [otvoreno pismo](#) Europskoj komisiji izražavajući svoju potporu za punu,

pravodobnu i dosljednu provedbu konačnog skupa reforma Basel III.⁶⁹ U pismu se naglašavaju njihovi prethodni savjeti Komisiji i potvrđuje njihovo stajalište da bi provedba reforma Basel III, kako je međunarodno dogovorena, mogla stvoriti umjerene prijelazne troškove koji bi bili uvelike nadmašeni dugoročnim koristima za gospodarstvo.⁷⁰

U tom kontekstu ESB je pozdravio prijedlog Europske komisije za izmjenu uredbe o kapitalnim zahtjevima (CRR) i direktive o kapitalnim zahtjevima (CRD) radi provedbe konačnih reforma Basel III, objavljenih 27. listopada 2021. Komisija se odlučila za dosljednu provedbu minimalne donje granice u EU-u, i to primjenom pristupa jedinstvenog skupa, ali prijedlog je sadržavao i neke provedbene odluke, odstupanja od Baselskog sporazuma i duga prijelazna razdoblja zbog kojih bi neki rizici mogli ostati nedovoljno obuhvaćeni, pa iz bonitetne perspektive izazivaju zabrinutost.⁷¹ ESB namjerava detaljnije obrazložiti svoja stajališta u mišljenjima o zakonodavnim prijedlozima.

Unaprjeđenje unije tržišta kapitala

ESB se založio za napredak u smislu unije tržišta kapitala, s tim da se težište stavi na tržišta zelenoga kapitala kako bi se dodatno unaprijedili klimatski ciljevi EU-a.

ESB je u 2021. nastavio naglašavati važnost unaprjeđenja unije tržišta kapitala (CMU), osobito radi pružanja potpore oporavku gospodarstva od pandemije, prilagodbe Brexitu te doprinosa financiranju ulaganja povezanih s klimom i digitalnoj tranziciji. S tim ciljem ESB je ponovo naglasio potrebu da se u cijelosti i bez odgode provede akcijski plan Europske komisije za uniju tržišta kapitala iz 2020., pozdravljajući zakonodavne prijedloge iz studenoga 2021., ali i zalažući se za daljnji napredak. Preciznije rečeno, rješavanje strukturnih prepreka, kao što su nacionalne razlike u propisima o insolventnosti, zaštiti ulagača i oporezivanju, te jačanje prekograničnog nadzora, važni su za unaprjeđenje unije tržišta kapitala. ESB je posebnu pozornost posvetio tržištima zelenoga kapitala. Tržišta kapitala imaju ključnu ulogu u ostvarivanju ambicija EU-a povezanih s klimom, kako je istaknuto u ESB-ovom [Makrobonitetnom biltenu iz listopada 2021.](#) (engl. *Macroprudential Bulletin*) i [Pregledu financijske stabilnosti iz studenoga 2021.](#) (engl. *Financial Stability Review*). ESB je naglasio da će daljnji razvoj velikih i integriranih tržišta zelenoga kapitala u EU-u zahtijevati odlučne mjere za poboljšanje tržišnih struktura i standarda kako bi se smanjili rascjepkanost i rizici od manipulativnoga zelenog marketinga te osigurala opća opredijeljenost poduzeća za zelenu tranziciju. Nadalje, tržištima zelenog kapitala pomoći će poboljšanje unije tržišta kapitala usmjereno na

⁶⁹ Vidi [pismo ESB-a i Europskoga nadzornog tijela za bankarstvo i zajedničko pismo koje je Europskoj komisiji uputilo nekoliko nacionalnih tijela u EU-u](#) zahtijevajući potpunu provedbu reforma Basel III, oba od 7. rujna 2021., te „[Basel III implementation: the last mile is always the hardest](#)“, govor Andree Enrije, predsjednika Nadzornog odbora ESB-a, na mrežnoj konferenciji Marco Fanno Alumni, održanoj 3. svibnja 2021.

⁷⁰ Vidi „[Basel III reforms: impact study and key recommendations](#)“, Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo, prosinac 2019., „[Macroeconomic impact of Basel III finalisation on the euro area](#)“, *Makrobonitetni bilten*, broj 14, ESB, srpanj 2021. i „[Basel III Reforms: Updated Impact Study](#)“, Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo, 2020.

⁷¹ Vidi „[Strengthening banks' resilience in the banking union](#)“, govor Kerstin af Jochnick, članice Nadzornog odbora ESB-a, na Konferenciji o financijskoj stabilnosti 2021., održanoj u Berlinu, 19. studenoga 2021.

područja važna za ta tržišta ili na mjere za povećanje financiranja vlasničkim kapitalom radi poticanja inovacija.

Razvoj regulacije kriptovaluta i stabilnih kriptokovanica

ESB je predložio jačanje određenih zahtjeva u uredbi o tržištima kriptovaluta.

Kao odgovor na prijedlog uredbe o tržištima kriptovaluta Europske komisije (uredba MiCA), ESB je u veljači 2021. objavio [mišljenje](#) kojim se predlaže pojašnjenje i jačanje nekih bonitetnih zahtjeva te uloge ESB-a i drugih relevantnih članica Europskog sustava središnjih banaka. ESB u svom mišljenju savjetuje da se neke vrste stabilnih kriptokovanica ne rabe za plaćanja. Zalaže se za jačanje bonitetnih zahtjeva za izdavatelje stabilnih kriptokovanica na način da ih se obveže na testiranje otpornosti na stres i udovoljavanje likvidnosnim zahtjevima koji su strogi najmanje onoliko kao oni iz uredbe o novčanim fondovima. ESB je također pozvao na nadzor na razini EU-a kako bi se osigurala sveobuhvatna procjena rizika i izbjegla rascjepkanost, s obzirom na prekograničnu prirodu kriptovaluta i stabilnih kriptokovanica. ESB je u studenome objavio svoje [mišljenje](#) o prijedlogu uredbe o proširenju zahtjeva u smislu sljedivosti na prijenose kriptovaluta. ESB je nastavio aktivno pridonositi raspravama u međunarodnim forumima o kriptovalutini i stabilnim kriptokovanicama.

Jačanje regulatornog okvira za nebankovne financijske institucije

ESB je u 2021. nastavio pridonositi europskim i međunarodnim raspravama o odgovoru politike na pouke izvučene iz previranja uzrokovanih pandemijom u vezi s nefinancijskim bankarskim sektorom. ESB je u travnju objavio Makrobonitetni bilten posvećen nebankarskom financijskom sektoru,⁷² u kojemu se analiziraju ranjivosti nastale tijekom previranja uzrokovanih pandemijom bolesti COVID-19 te zagovara makrobonitetni pristup za primjereno rješavanje sistemskih rizika koji proizlaze iz tog sektora. U srpnju 2021. Eurosustav je objavio svoj [odgovor na savjetovanje o reformama politika za novčane fondove EU-a koje je pokrenulo Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala](#), u kojemu se zalaže za reforme za jačanje otpornosti novčanih fondova znatnim smanjenjem njihove likvidnosne neusklađenosti.

Doprinosi raspravama o politikama EU-a i financijskoj regulaciji u vezi s klimatskim promjenama

ESB je pratio financijske rizike povezane s klimatskim promjenama te postavio temelje za mjere politike utemeljene na dokazima.

ESB je nastavio procjenjivati i pratiti financijske rizike povezane s klimatskim promjenama te je pridonio europskim i međunarodnim raspravama o politikama. Zajedno s Europskim odborom za sistemske rizike objavio je izvješće koje daje važne analitičke uvide i temelje za ciljne mjere politike utemeljene na dokazima.⁷³

⁷² [Makrobonitetni bilten](#), broj 12, ESB, travanj 2021.

⁷³ Projektni tim ESB-a/ESRB-a za praćenje klimatskog rizika, „[Climate-related risk and financial stability](#)“, ESB, srpanj 2021.

Osim toga, u listopadu 2021. objavio je Makrobonitetni bilten posvećen rizicima i mogućnostima povezanim s klimom.⁷⁴ U člancima se raspravljalo o izazovu obuhvaćanja klimatskih rizika regulatornim okvirom za bankarstvo te o tome postoji li potreba za makrobonitetnim odgovorom. Bilten je sadržavao i prijedlog za pristup makrobonitetnog testiranja otpornosti na stres namijenjenog prepoznavanju sistemske prirode tih rizika.

ESB je nastavio pridonositi razvoju regulatornog okvira u EU-u. Dao je poticaj političkom programu EU-a objavom [mišljenja](#) o prijedlogu uredbe o europskim zelenim obveznicama, zalažući se za proglašenje standarda za zelene obveznice primarnim standardom u EU-u radi usklađenja tržišta zelenih obveznica s taksonomijom EU-a i smanjenja zabrinutosti povezane s manipulativnim zelenim marketingom. ESB je također objavio [mišljenje](#) o prijedlogu direktive o održivosti poduzeća (CSRD). Pozdravio je predloženu direktivu kao nužan korak za povećanje dostupnosti, kvalitete i dosljednosti informacija o održivosti u EU-u te rješavanje praznina u podacima koje koče razvoj odgovarajućih okvira za politike održivosti, procjenu rizika i praćenje rizika za financijski sektor.

⁷⁴ [Makrobonitetni bilten](#), broj 15, ESB, listopad 2021.

4. Neometano funkcioniranje tržišne infrastrukture i plaćanja

Eurosustav ima središnju ulogu u razvoju, upravljanju i nadzoru tržišnih infrastrukture i rješenja koja olakšavaju siguran i učinkovit tok plaćanja, vrijednosnih papira i kolaterala u europodručju. On je također katalizator integracija i inovacija na tržištu plaćanja i vrijednosnih papira. Zbog digitalne preobrazbe, novih regulatornih zahtjeva i promjena u korisničkim zahtjevima Eurosustav preispituje i obnavlja postojeće tržišne infrastrukture, politike i strategije te istražuje nove tehnologije, digitalne valute i kretanja povezana s kriptovalutama.

4.1. Usluge sustava TARGET

Usluge sustava TARGET unutar Eurosustava obuhvaćaju tri usluge namire: sustav TARGET2, sustav namire u realnom vremenu na bruto načelu (RTGS) za platne transakcije u eurima koji podupire operacije monetarne politike Eurosustava, međubankove transakcije i komercijalne transakcije, sustav TARGET2 Securities (T2S), jedinstvenu platformu za namiru vrijednosnih papira diljem Europe, i usluga namire trenutnih plaćanja u sustavu TARGET (TIPS), koja omogućuje pružateljima platnih usluga da svojim korisnicima svakodnevno nude trenutčan prijenos sredstava u bilo koje doba.



Sustavom TARGET2 namireno je više plaćanja u eurima.

Približno 1000 banaka služi se sustavom TARGET2 kako bi iniciralo transakcije u eurima u vlastito ime ili u ime svojih klijenata. Uzimajući u obzir podružnice i društva kćeri, sustav TARGET2 povezuje više od 43 000 banaka diljem svijeta. Sustav TARGET2 tijekom 2021. prosječno je obradio 373 467 plaćanja dnevno s prosječnom dnevnom vrijednošću od 1,87 bil. EUR. To je povećanje dnevnog obujma plaćanja od 8,25 % u odnosu na podatke za 2020.⁷⁵

Eurosustav će u 2022. zamijeniti sustav TARGET2 sustavom T2, koji se sastoji od nove komponente RTGS-a i komponente centraliziranog upravljanja likvidnošću koja će optimizirati upravljanje likvidnošću za sve usluge sustava TARGET. U sustavu T2 rabit će se norma ISO 20022 za slanje poruka i preko njega će se moći obavljati viševalutna plaćanja.

Projekt provedbe sustava T2 ušao je u fazu korisničkog testiranja krajem 2021. i trebao bi zaživjeti u studenom 2022. Ključni je dio projekta razvoj portala jedinstvene tržišne infrastrukture Eurosustava (ESMIG). Time će se osigurati jedinstvena pristupna točka za vanjsku ulaznu i izlaznu komunikaciju sa svim

⁷⁵ Promet u sustavu TARGET2 u 2020. zabilježio je iznimno nizak rast u odnosu na 2019. (+1,0 %) jer je snažno smanjenje zabilježeno nakon izbijanja pandemije bolesti COVID-19 (-5,9 % u drugom tromjesečju 2020. u odnosu na isto tromjesečje 2019.) neutralizirano rastom u prvom i posljednjem tromjesečju 2020.

uslugama sustava TARGET. U 2021. nastavljene su pripreme za migraciju usluga sustava TARGET u ESMIG.

Platforma T2S povezuje 20 središnjih depozitorija vrijednosnih papira s tržišta 20 europskih država i omogućuje namiru vrijednosnih papira u euru i danskoj kruni. Sustav T2S tijekom 2021. prosječno je obradio 726 271 transakciju dnevno s prosječnom dnevnom vrijednošću od 691,10 mlrd. EUR. Započeo je rad na uključivanju novih središnjih depozitorija vrijednosnih papira u sustav T2S, posebice Euroclear Bank.

U 2020. u sustav T2S uveden je mehanizam kazni kako bi se središnjim depozitorijima vrijednosnih papira dala potpora pri ispunjavanju njihovih obveza u sklopu režima discipline namire iz [uredbe o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira](#). Testiranje ove nove i složene funkcije provodilo se i tijekom 2021. u okviru priprema za stupanje na snagu relevantnih odredaba uredbe u veljači 2022.

Paneuropska dostupnost TIPS-a

ESB je tijekom 2021. poduzimao korake kako bi [osigurao paneuropski doseg trenutanih plaćanja](#) putem usluge namire trenutačnih plaćanja u sustavu TARGET (TIPS). U skladu s mjerama za paneuropsku dostupnost koje je Upravno vijeće ESB-a odobrilo sredinom 2020., 2235 pružatelja platnih usluga koji su pristupili shemi SCT Inst i dostupni su u sustavu TARGET2 postat će dostupni i na računu za TIPS, kao sudionici ili kao dostupna strana do kraja prvog tromjesečja 2022. Otprilike u isto vrijeme svih 11 automatiziranih klirinških kuća koje nude usluge trenutačnog plaćanja morat će migrirati svoje tehničke račune iz sustava TARGET2 u TIPS. Migracija automatiziranih klirinških kuća provest će se u tri vala. TIPS-ov viševalutni dizajn privlači interes središnjih banaka izvan europodručja. Tako će od svibnja 2022. središnja banka Sveriges Riksbank omogućiti namiru trenutačnih plaćanja u švedskoj kruni putem TIPS-a, a najkasnije do studenoga 2025. središnja će banka Danmarks Nationalbank omogućiti namiru u danskoj kruni u TIPS-u. Nakon odluke središnjih banaka Sveriges Riksbank i Danmarks Nationalbank da se pridruže platformi i iskoriste pogodnost viševalutne funkcionalnosti usluge, [središnja banka Norges Bank izrazila je interes za pristupanje TIPS-u](#) i namiru trenutačnih plaćanja u norveškoj kruni.

U 2020. započeo je rad na ispitivanju mogućega međuvalutnog obilježja u TIPS-u. U lipnju 2021. ESB i središnja banka Sveriges Riksbank najavili su da obje institucije nastavljaju istraživati kako bi TIPS mogao podržati [namiru trenutačnih plaćanja između eura i švedske krune](#).

Osim triju usluga namire, Eurosustav razvija i novu uslugu sustava TARGET, sustav upravljanja kolateralom Eurosustava (ECMS), koji će biti jedinstveni sustav upravljanja imovinom koja se rabi kao kolateral za kreditne poslove Eurosustava u svim jurisdikcijama europodručja. Projekt bi trebao zaživjeti u studenome 2023. U 2021. dovršen je razvoj sustava te je započelo testiranje prihvatljivosti unutar Eurosustava i pripreme za provođenje korisničkog testiranja. Prioritet u 2021. bilo je osigurati da dionici ECMS-a imaju dokumentaciju potrebnu za njihove interne prilagodbe. Kako bi omogućio opće razumijevanje i učinkovitu pripremu, Eurosustav je održavao redovite radionice sa središnjim depozitorijima vrijednosnih papira i

agentima koji su treća strana te je objavio informacije o porukama i koracima spremnosti na mrežnim stranicama ESB-a.

Okvir 6.

Mjere poduzete kao odgovor na incidente povezane s uslugama sustava TARGET

U prosincu 2020. ESB je imenovao Deloitte GmbH s ciljem provedbe neovisnog preispitivanja pet velikih (nekibernetičkih) IT incidenta koji su se dogodili u 2020. i utjecali na obradu platnih transakcija i vrijednosnih papira pomoću usluga sustava TARGET. Cilj preispitivanja bio je utvrditi osnovne uzroke incidenata, izvući općenite pouke i predložiti preporuke u sljedećih šest ključnih područja: (1) upravljanje promjenama i objavama, (2) upravljanje kontinuitetom poslovanja, (3) testiranje pričuvnih sustava i oporavka, (4) komunikacijski protokoli, (5) upravljanje te (6) podatkovni centar i IT operacije.

ESB je 28. srpnja 2021. objavio [neovisno preispitivanje Deloitte](#). Izvješće je sadržavalo detaljan opis relevantnih incidenata, njihova utjecaja na sudionike u uslugama sustava TARGET i njihovih osnovnih uzroka. Nadalje, Deloitte je proveo temeljito preispitivanje postupaka koji su se primjenjivali tijekom incidenata, pri čemu su istaknute utvrđene slabosti i izdane preporuke za njihovo rješavanje.

Eurosustav je na njih [odgovorio](#) prihvativši opće zaključke i preporuke Deloitte te se obvezao odlučno ih provesti.

U drugoj polovini 2021. Eurosustav je pripremio akcijski plan za pravodobno rješavanje pitanja i preporuka koje je iznio Deloitte. Akcijski plan dodatno je proširen i sada obuhvaća preporuke koje su izdali nadzorna funkcija Eurosustava i Odbor za unutarnju reviziju u vezi s incidentima povezanim s uslugama sustava TARGET koji su se dogodili u 2020. Osim toga, uzevši u obzir preporuke koje se odnose na posebne usluge sustava TARGET, Eurosustav je nastojao izraditi mjere koje bi se holistički primjenjivale na različite usluge sustava TARGET i na konsolidirani sustav T2-T2S koji bi trebao biti pušten u rad u studenome 2022.

Mjere za provedbu nekoliko preporuka već su dogovorene ili provedene tijekom 2021., a većina preostalih mjera bit će provedena u 2022. U vezi s nekim preporukama sudionici na tržištu također su bili uključeni kako bi se osiguralo da se njihova mišljenja uzmu u obzir. U tu svrhu organizirani su posebni sastanci sa Savjetodavnom skupinom za tržišne infrastrukture za plaćanja (Skupina AMI-Pay), Savjetodavnom skupinom za tržišne infrastrukture za vrijednosne papire i kolateral (Skupina AMI-SeCo) i Koordinacijskom skupinom središnjih depozitorija vrijednosnih papira sustava T2S (Skupina CSG). Te će se skupine također redovito informirati o provedbi akcijskog plana do njegova dovršetka.

ESB je 17. prosinca 2021. objavio sažetak [akcijskog plana](#) u kojemu se navode i rokovi za provedbu predviđenih mjera.

4.2. Nadzor i uloga središnje emisijske banke

Eurosustav utvrđuje nadzorne ciljeve za infrastrukture financijskih tržišta i plaćanja u europodručju donošenjem posebnih propisa, standarda, smjernica i preporuka, praćenjem provedbe i promicanjem promjena kada je to potrebno. Osim toga, Eurosustav, u svojoj ulozi središnje emisijske banke za euro, uključen je u sustave za nadzornu suradnju i upravljanje krizama za infrastrukture financijskih tržišta sa znatnim opsegom poslova nominiranih u eurima.

Područje koje je u 2021. bilo posebno u središtu pozornosti jest procjena infrastruktura kojima Eurosustav upravlja – sustava TARGET2 i T2S – u odnosu na [očekivanja Eurosustava povezana s nadzorom nad kiberotpornošću](#). Procjenom se nastoji dodatno poboljšati kiberotpornost obiju infrastruktura. Eurosustav je također poduzeo mjere za daljnje jačanje kiberotpornosti infrastruktura financijskih tržišta putem Europskog odbora za kiberotpornost, i to operacionalizacijom inicijative za razmjenu informacija i podataka o kiberprijetnjama te promicanjem donošenja i provedbe okvira [TIBER-EU](#).

Na području nadzora sustava TARGET2 i T2S Eurosustav je nastavio provoditi dodatna poboljšanja u skladu s preporukama iz prethodnih nadzornih procjena. S tim u vezi, Eurosustav se posebno usredotočio na mjere za rješavanje činitelja koji su pridonijeli velikim operativnim incidentima u 2020. Radi promicanja djelotvorne suradnje s drugim tijelima koja su pokazala interes za nesmetano funkcioniranje sustava T2S, Eurosustav je također dao doprinosu radu [mehanizma suradnje za sustav T2S](#).

Kada je riječ o općem okviru za nadzor sistemski važnih platnih sustava, Eurosustav je dovršio preispitivanje uredbe o sistemski važnim platnim sustavima na temelju javnog savjetovanja te je u travnju 2021. izdao revidiranu inačicu uredbe. Nakon utvrđivanja sustava MasterCard Clearing Management System kao sistemski važnog platnog sustava, Eurosustav je pokrenuo sveobuhvatnu procjenu sustava MasterCard u odnosu na uredbu o sistemski važnim platnim sustavima. Naposljetku, Eurosustav je procijenio i pratio početak provedbe modela kontinuirane namire na bruto načelu u sustavu STEP2-T i (zahvaljujući nadzornoj suradnji na čijem je čelu bio Sustav federalnih rezervi) migraciju sustava neprekidne vezane namire na novu tehnološku platformu.

Dovršen je novi nadzorni okvir za elektroničke platne instrumente, sheme i rješenja (okvir PISA).

Što se tiče platnih instrumenata i platnih shema, Eurosustav je objavio [Sedmo izvješće o kartičnim prijevarama](#). Upravno vijeće ESB-a odobrilo je 15. studenoga 2021. konačni [nadzorni okvir Eurosustava za elektroničke platne instrumente, sheme i rješenja](#) (okvir PISA). Eurosustav će se služiti okvirom PISA (kojima se zamjenjuju „Harmonizirani nadzorni pristup i nadzorni standardi za platne instrumente” i svi povezani nadzorni okviri za kartice, izravna terećenja, kreditne transfere i sigurnosne ciljeve za e-novac) kako bi nadzirao sudionike na tržištu koji omogućuju ili podupiru uporabu kartica, kreditnih transfera, izravnih terećenja, transfera e-novca i digitalnih tokena za plaćanje. Osim tradicionalnih platnih shema, to uključuje sheme za digitalne tokene za plaćanje te postupke plaćanja koji podupiru krajnje korisnike pri izvršenju prijenosa vrijednosti, kao što su digitalne lisnice.

U sklopu svoje uloge središnje emisijske banke u kolegijima nadzornih tijela za središnje druge ugovorne strane u EU-u u skladu s uredbom o infrastrukturi europskog tržišta (EMIR), Eurosustav je procijenio različite prijedloge za proširenje usluga ili velike izmjene postupaka upravljanja rizicima središnjih drugih ugovornih strana u EU-u. Eurosustav je također pridonosio radu Europskoga nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) u području nadzora središnjih drugih ugovornih strana iz trećih zemalja koje su od sistemske važnosti za EU (središnje druge ugovorne strane druge razine rizika) i, u skladu s člankom 25. stavkom 2. točkom (c) EMIR-a, procjene jesu li neke od usluga poravnanja središnjih drugih ugovornih strana druge razine rizika takve sistemske važnosti da središnje druge ugovorne strane ne bi smjele biti priznate kao pružatelji tih usluga poravnanja članovima sustava poravnanja i mjesta trgovanja u EU-u. ESMA je 17. prosinca 2021. objavila izjavu⁷⁶ u kojoj se zaključuje da bi troškovi i rizici prestanka priznavanja usluga središnjih drugih ugovornih strana druge razine rizika sa sjedištem u Ujedinjenoj Kraljevini premašili koristi za EU u ovom trenutku i predložila skup mjera politike kao odgovor na utvrđene rizike i osjetljivosti.

Nakon donošenja nove [uredbe EU-a o oporavku i sanaciji središnjih drugih ugovornih strana \(CCPRR\)](#) Eurosustav je pridonosio razvoju povezanih regulatornih standarda i smjernica ESMA-e. Eurosustav je također sudjelovao u uspostavi i aktualnom radu skupina za upravljanje prekograničnim krizama za središnje druge ugovorne strane iz europodručja i trećih zemalja. Svrha je tih skupina osigurati odgovarajuću spremnost za moguće otvaranje sanacije nad središnjom drugom ugovornom stranom. Ključni je aspekt tog rada procijeniti očekuje li se da financijska sredstva središnje druge ugovorne strane budu primjerena za sanacijske svrhe. To je važno sa stajališta središnje emisijske banke, uzimajući u obzir znatne likvidnosne rizike koji bi proizašli iz nedovoljne pokrivenosti resursa.

U 2021. globalna tijela za utvrđivanje standarda i nadalje su bila usredotočena na pouke iz razdoblja stresa za infrastrukture financijskih tržišta povezanog s pandemijom. U sklopu daljnjih aktivnosti nakon objave izvješća [Holistic Review of the March Market Turmoil](#) Odbora za financijsku stabilnost, ESB je pridonosio radu Zajedničke radne skupine za nadoknade Međunarodne organizacije komisija za vrijednosne papire, Odbora za plaćanja i tržišne infrastrukture te Bazelskog odbora za nadzor banaka. U vezi s tržištima izvedenica na kojima se kliring obavlja posredstvom centralnih klirinških kuća u EU-u, ESB je proveo vlastite analize kako bi ispitao glavne razloge povećanja inicijalnog iznosa nadoknade tijekom pandemije i pristupe središnjih drugih ugovornih strana za smanjenje procikličnosti.

Što se tiče namire vrijednosnih papira, Eurosustav je kao središnja emisijska banka pridonosio aktualnom preispitivanju i procjeni središnjih depozitorija vrijednosnih papira u EU-u u skladu s [uredbom EU-a o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira \(CSDR\)](#). Kao jedino tijelo koje je izravno uključeno u procjenu svih središnjih depozitorija vrijednosnih papira u europodručju i nekih središnjih depozitorija vrijednosnih papira u EU-u izvan europodručja, Eurosustav ima važnu ulogu u promicanju sigurnih i dosljednih pristupa i jednakih uvjeta za sve središnje

⁷⁶ Vidi „[ESMA concludes Tier 2 CCP assessment under Article 25\(2c\) of EMIR](#)”, izjava za javnost, ESMA, 17. prosinca 2021.

depozitorije vrijednosnih papira. Eurosustav je pridonosio i preispitivanju CSDR-a, a ESB je izdao [mišljenje](#) o pilot-režimu tehnologije decentraliziranog vođenja evidencije transakcija, što je jedna od triju sastavnica paketa digitalnih financija koji je inicirala Europska komisija s ciljem olakšavanja pristupa inovativnim financijskim proizvodima uz istodobno osiguranje zaštite potrošača i financijske stabilnosti.

4.3. Inovacije i integracija u tržišnu infrastrukturu i plaćanja

Kako bi primijenio inovativni potencijal digitalizacije i odgovorio na sve veće izazove za europsku suverenost na tržištu plaćanja, Eurosustav je uspostavio sveobuhvatnu [strategiju za plaćanja malih vrijednosti](#).

Jedan od glavnih ciljeva strategije za plaćanja malih vrijednosti jest poduprijeti stvaranje paneuropskog rješenja za plaćanja malih vrijednosti na mjestu interakcije (POI), odnosno na fizičkom prodajnom mjestu te u mobilnom prostoru i prostoru e-trgovine. Eurosustav pozdravlja inicijative za rješenja za plaćanja koja ispunjavaju ciljeve Eurosustava i sudjeluje u trajnom dijalogu s predstavnicima postojećih i potencijalnih novih inicijativa.

Potpuna primjena trenutačnih
plaćanja uz potporu različitih mjera

Drugi je središnji cilj učiniti trenutačna plaćanja dostupnima svim građanima i poduzećima u cijeloj Europi i poticati njihovu provedbu kao novog standarda plaćanja. Do kraja 2021. 60 % pružatelja platnih usluga koji su nudili kreditne transfere unutar SEPA-e nudili su i trenutačne kreditne transfere unutar SEPA-e, a 10,4 % svih transakcija kreditnog transfera bila su trenutačna plaćanja. Moguće je da će biti potrebni i dodatni koraci za ubrzanje korištenja trenutnih plaćanja. Mjere za osiguravanje paneuropskog dosega trenutačnih plaćanja stupile su na snagu u 2021. (vidi odjeljak 4.1.). U tijeku su aktivnosti koje omogućuju trenutačna plaćanja na POI-ju, što uključuje razvoj standarda za QR kod, a kasnije će biti dodane i druge komunikacijske tehnologije.

Kako bi poboljšao prekogranična plaćanja izvan europodručja i EU-a, Eurosustav pridonosi radu skupine [G-20](#) i ispitivanju međuvalutne namire trenutačnih plaćanja u uslugama sustava TARGET (vidi odjeljak 4.1.).

Nadalje, strategija Eurosustava za plaćanja malih vrijednosti obuhvaća rad na uslugama elektroničkog identiteta (eID) i elektroničkog potpisa (e-Potpis), kojima se omogućuje prihvaćanje eID/e-Potpis rješenja za platne usluge. Radi ostvarenja dostupnosti i neutralnosti pristupa, niz nebankovnih pružatelja platnih usluga ima, kao klijenti nacionalne središnje banke Eurosustava, pristup određenim platnim sustavima u SEPA-i.

Usporedno s provođenjem strategije Eurosustava za plaćanja malih vrijednosti ESB promiče aktivnosti s ciljem razvoja inovativnih platnih usluga u okviru otvorenog bankarstva, tj. omogućuje pružateljima usluga koji su treća strana da nude usluge povezane s institucijom koja vodi račun preko otvorenih aplikacijskih programskih sučelja. Pod predsjedanjem ESB-a, Odbor za plaćanja malih vrijednosti u eurima (ERPB), strateško tijelo na visokoj razini čija je zadaća poticati integraciju, inovacije i konkurentnost plaćanja malih vrijednosti u eurima u EU-u, poduzima napore u

smjeru standardizacije aplikacijskih programskih sučelja i postizanja obostrano korisnog sporazuma o širem skupu usluga. ERPB je u 2021. pozvao Europsko vijeće za platni promet da razvije shemu pristupa aplikacijskim programskim sučeljima za SEPA-u. U shemi će biti definirane „osnovne” usluge u skladu s pravnim i regulatornim zahtjevima revidirane direktive o platnim uslugama (PSD2), a može obuhvaćati i usluge dodane vrijednosti („premijske” usluge) koje se mogu pružati u kontekstu otvorenog bankarstva, što je prirodan nastavak razvoja direktive PSD2.

U skladu sa svojim ciljem daljnje integracije europskih financijskih tržišta Savjetodavna skupina ESB-a za tržišne infrastrukture za vrijednosne papire i kolateral (Skupina AMI-SeCo) nastavila je ostvarivati napredak u usklađivanju poslijetrgovinskih usluga. Na području upravljanja kolateralom u 2021. ostvaren je napredak na europskim tržištima glede utvrđivanja i provedbe standarda iz jedinstvenog pravilnika za upravljanje kolateralom u Europi (SCoRE). Posebno je ostvaren napredak na području korporativnih akcija gdje je Skupina AMI-SeCo dogovorila dodatna posuvremenjenja relevantnih standarda s tržišnim dionicima. Eurosustav je proveo i temeljito praćenje standarda SCoRE preko dogovorenog okvira za praćenje koji je obuhvatio širok raspon tržišta i dionika.

Kako bi utvrdio moguća poboljšanja učinkovitosti u europskim postupcima izdavanja duga, ESB je osnovao Kontaktnu skupinu za tržišta dužničkih vrijednosnih papira (DIMCG). U 2021. ta je skupina objavila [savjetodavno izvješće](#) koje se bavi osnovnim pitanjima povezanima s europskim izdavanjem duga. U izvješću se navodi da u europskom postupku izdavanja duga postoje određeni rizici, neučinkovitosti i neprimjereni troškovi. Kako bi se ublažile te neučinkovitosti, DIMCG je utvrdio popis područja u kojima bi daljnje usklađivanje rezultiralo poboljšanjem ukupne učinkovitosti izdavanja duga u Europi (primjerice, upoznaj svoga klijenta, dodjela ISIN-a i prepoznavanje ulagača).

Skupina AMI-SeCo Europskoj je komisiji također dostavila ulazne podatke o poslijetrgovinskim aspektima za vrijednosne papire iz akcijskog plana Komisije o uniji tržišta kapitala, osobito obradi poreza po odbitku i preispitivanju uredbe o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira.

Okvir 7.

Istraživanje mogućeg uvođenja digitalnog eura

Upravno vijeće ESB-a odlučilo je započeti fazu istraživanja projekta mogućeg uvođenja digitalnog eura u srpnju 2021.⁷⁷ Nekoliko je promjena koje mogu zahtijevati izdavanje digitalnog eura, primjerice, ljudi sve više kupuju preko interneta, a smanjuje se uloga gotovine kao sredstva plaćanja. Digitalni euro omogućio bi da građani zadrže pristup sigurnom i općeprihvaćenom sredstvu plaćanja, među ostalim i u digitalnom gospodarstvu. Bio bi elektronički novac koji bi izdavao Eurosustav te bi bio nerizičan i dostupan svim građanima za njihova dnevna plaćanja. Digitalni euro bio bi dopuna gotovini, a ne njezina zamjena. Započinjanje faze istraživanja znači da se Eurosustav priprema za moguće izdavanje digitalnog eura, a odluka o tome donijet će se tek u kasnijoj fazi.

⁷⁷ Vidi „[Eurosystem launches digital euro project](#)”, *priopćenje za javnost*, ESB, 14. srpnja 2021.

Tijekom faze istraživanja projekta Eurosustav će se usredotočiti na mogući funkcionalni dizajn koji se zasniva na potrebama korisnika, a istodobno će pomoći da se spriječe nezakonite aktivnosti i izbjegne bilo kakav negativan utjecaj na financijsku stabilnost i monetarnu politiku. Faza istraživanja trajat će 24 mjeseca, a cilj je riješiti ključna pitanja povezana s oblikovanjem i distribucijom digitalnog eura. U njoj će se razmotriti slučajevi u kojima bi se digitalni euro trebao rabiti kako bi se ostvarili njegovi ciljevi. U toj će se fazi ispitati i moguća obilježja i funkcionalnosti digitalnog eura i povezane mogućnosti oblikovanja te će ona uključivati izradu prototipa i idejni rad. Osim toga, tijekom istraživanja procijenit će se mogući utjecaj digitalnog eura na tržište i definirati poslovni model za nadzirane posrednike u ekosustavu digitalnog eura. Naposljetku, istražiti će pravna pitanja povezana s mogućim uvođenjem digitalnog eura i ispitati tehnička rješenja koja bi mogla najbolje riješiti ta pitanja.

Eurosustav će tijekom istraživanja aktivno surađivati s dionicima. Kada je riječ o korisnicima, ESB surađuje s građanima i trgovcima koristeći se posebnim anketama i fokus-skupinama kako bi razumio njihove potrebe i preferencije. Kada je pak riječ o tržištu, Savjetodavna skupina za tržište digitalnog eura osigurat će informacije o tome kakvu bi dodanu vrijednost digitalni euro mogao donijeti različitim sudionicima u ekosustavu plaćanja u europodručju.⁷⁸ Odbor za plaćanja malih vrijednosti u eurima također će biti redovito informiran o pitanjima digitalnog eura. Osim toga, ESB će se savjetovati sa stručnjacima za tehnologiju kako bi istražio mogućnosti oblikovanja digitalnog eura.⁷⁹ ESB i službe Europske komisije na tehničkoj razini zajednički preispituju velik broj pitanja politike te pravnih i tehničkih pitanja koja proizlaze iz mogućeg uvođenja digitalnog eura.⁸⁰ Osim toga, redovite razmjene mišljenja odvijaju se s Europskim parlamentom i ministrima financija europodručja u Eurokupini.⁸¹ Na međunarodnoj razini ESB je pridonosio radnoj skupini ministarstava financija i središnjih banaka zemalja skupine G-7⁸² i sudjeluje u međunarodnoj skupini od sedam središnjih banaka⁸³ koja surađuje s Bankom za međunarodne namire radi istraživanja digitalnih valuta središnjih banaka za javnost.⁸⁴

⁷⁸ Vidi „[ECB announces members of Digital Euro Market Advisory Group](#)”, priopćenje za javnost, ESB, 25. listopada 2021.

⁷⁹ Vidi „[Experts invited to join technical talks on digital euro](#)”, *MIP NEWS*, ESB, 15. listopada 2021.

⁸⁰ Vidi „[ECB intensifies technical work on digital euro with the European Commission](#)”, *MIP NEWS*, ESB, 19. siječnja 2021.

⁸¹ Vidi Okvir 11. o ESB-ovoj suradnji s europskim zakonodavcima na projektu digitalnog eura.

⁸² Vidi [G7 Public Policy Principles for Retail Central Bank Digital Currencies](#), 14. listopada 2021.

⁸³ Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan, ESB, Sustav federalnih rezervi, Sveriges Riksbank i Swiss National Bank.

⁸⁴ Vidi Banka za međunarodne namire, *Central bank digital currencies: financial stability implications*, rujan 2021., posebice sažetak te izvješća o oblikovanju sustava i interoperabilnosti, potrebama korisnika i uvođenju te posljedicama za financijsku stabilnost.

5. Naponi pri podršci funkcioniranju tržišta i financijske usluge pružene drugim institucijama

ESB je nastavio nuditi operacije u američkim dolarima drugim ugovornim stranama europodručja, čime je osiguravao zaštitni mehanizam za tržišno financiranje. Linije za eursku likvidnost drugim središnjim bankama koje su uspostavljene ili aktivirane u 2020. godini ostale su na snazi i u 2021. te nove linije nisu uspostavljene.

ESB nije intervenirao na deviznom tržištu, što je i vidljivo iz njegovih tromjesečnih podataka o deviznim intervencijama, koje objavljuje na svojim mrežnim stranicama.

Financijska je industrija uspješno dovršila prelazak s prosječne eurske prekonoćne kamatne stope (EONIA) na ESB-ovu eursku kratkoročnu kamatnu stopu (€STR) 3. siječnja 2022. i nastavila raditi na poboljšanju pouzdanosti tržišnih praksa za određivanje cijena, uključujući promicanje šire primjene €STR-a.

U 2021. ESB je i nadalje bio odgovoran za upravljanje različitim financijskim operacijama u ime EU-a i imao je ulogu koordinatora okvira za usluge upravljanja pričuvama Eurosustava.

5.1. Kretanja tržišnih operacija

Linije za eursku i deviznu likvidnost

Linije za likvidnost pomažu ESB-u da ostvari svoj cilj stabilnosti cijena, spriječi manjak eurske likvidnosti i izbjegne učinke prelijevanja.

Linije za likvidnost jedan su od instrumenata monetarne politike ESB-a, koji mu omogućuje rješavanje problema tržišnog manjka dostupnosti eurskih sredstava izvan europodručja i strane valute kod drugih ugovornih strana u europodručju. Linije za likvidnost pridonose neometanoj transmisiji monetarne politike jer pomažu u sprječavanju mogućeg pooštavanja odobravanja kredita uzrokovanog nedostatkom strane valute u bankama u europodručju i prelijevanja manjka eurske likvidnosti u nagle prodaje imovine nominirane u eurima koje utječu na financijske uvjete u europodručju.⁸⁵

Osiguravanjem eurske likvidnosti stranim središnjim bankama ESB pridonosi sprječavanju prelijevanja inozemne potražnje za eurskim sredstvima u neprimjereno pooštavanje financijskih uvjeta u europodručju. Linije za eursku likvidnost koje su uspostavljene ili aktivirane u 2020. godini ostale su na snazi te u 2021. nisu uspostavljene nove linije. Stalno raspoloživa mogućnost repo operacija za središnje banke Eurosustava (EUREP) ostala je dostupna širokom skupu središnjih banaka

⁸⁵ Vidi i Panetta, F. i Schnabel, I., "The provision of euro liquidity through the ECB's swap and repo operations", ESB-ov blog, ESB, 19. kolovoza 2020.

izvan europodručja. ESB je 4. veljače 2021. odlučio produljiti privremene linije za eursku likvidnost središnjim bankama izvan europodručja do ožujka 2022. U Tablici 5.1. prikazane su linije za eursku likvidnost koje su na snazi od 31. prosinca 2021., pri čemu bi ESB mogao osiguravati eursku likvidnost stranim središnjim bankama.

Pružanjem strane valute drugim ugovornim stranama u europodručju ublažavaju se pritisci na globalnim tržištima financiranja. Na taj se način pomaže pri smanjenju učinaka takvih pritisaka na ponudu kredita kućanstvima i poduzećima i u europodručju i u svijetu. U 2021. ESB je osiguravao likvidnost u američkim dolarima u suradnji sa Sustavom federalnih rezervi te središnjim bankama Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan i Swiss National Bank. Dva ponuđena roka dospjeća iznosila su sedam dana i 84 dana. Operacije s rokom dospjeća od 84 dana obustavljene su od 1. srpnja 2021. jer su tržišni uvjeti normalizirani. Operacije s rokom dospjeća od sedam dana i nadalje su u primjeni kao zaštitni mehanizam za privatna tržišta financiranja.

Tablica 5.1.

Pregled operativnih linija za likvidnost

druge ugovorne strane izvan europodručja	vrsta ugovora	uzajamno	maksimalni iznos posudbe (u mil. EUR)
Българска народна банка (Bugarska narodna banka)	linija za valutni ugovor o razmjeni	ne	2.000
Danmarks Nationalbank	linija za valutni ugovor o razmjeni	ne	24.000
Hrvatska narodna banka	linija za valutni ugovor o razmjeni	ne	2.000
Sveriges Riksbank	linija za valutni ugovor o razmjeni	ne	10.000
Bank of Canada	linija za valutni ugovor o razmjeni	da	neograničeno
People's Bank of China	linija za valutni ugovor o razmjeni	da	45.000
Bank of Japan	linija za valutni ugovor o razmjeni	da	neograničeno
Swiss National Bank	linija za valutni ugovor o razmjeni	da	neograničeno
Bank of England	linija za valutni ugovor o razmjeni	da	neograničeno
Sustav federalnih rezervi	linija za valutni ugovor o razmjeni	da	neograničeno
Magyar Nemzeti Bank	linija za repo ugovor	ne	4.000
Banca Națională a României	linija za repo ugovor	ne	4.500
Bank of Albania	linija za repo ugovor	ne	400
Narodna banka Republike Sjeverne Makedonije	linija za repo ugovor	ne	400
Central Bank of the Republic of San Marino	linija za repo ugovor	ne	100
Narodna banka Srbije	linija za repo ugovor	ne	1.000

Izvor: mrežne stranice ESB-a

Napomena: Tablica ne sadržava linije za repo ugovor uspostavljene sa središnjim bankama izvan europodručja u sklopu EUREP-a, za koji ESB ne objavljuje svoje druge ugovorne strane.

ESB-ov doprinos reformi referentnih kamatnih stopa

ESB i nadalje sudjeluje u reformi referentnih kamatnih stopa europodručja koju ostvaruje na dva načina: prvo, čvrstom i pouzdanom referentnom kamatnom stopom, [eurskom kratkoročnom kamatnom stopom \(€STR\)](#), i, drugo, kao katalizator za tržišnu inicijativu pružanjem usluga tajništva [radnoj skupini za nerizične eurske kamatne stope](#) privatnog sektora do okončanja početnog mandata skupine u svibnju 2021.

Prelazak s EONIA-e na €STR uspješno je dovršen.

Nakon nekoliko godina pripreme uspješno je dovršen prelazak s EONIA-e na €STR, a EONIA je posljednji put objavljena 3. siječnja 2022. Nekoliko je koraka u prethodnoj godini obilježilo taj neometani prelazak. U listopadu 2021. centralne klirinške kuće na tržištu izvedenica, tj. na tržištu koje se uvelike koristilo EONIA-om, organizirale su jednokratnu konverziju svih nepodmirenih pozicija vezanih uz EONIA-u u pozicije vezane uz €STR, a nakon toga se prestalo provoditi kliring instrumenata vezanih uz EONIA-u. Taj je događaj pripomogao pri prijenosu likvidnosti na tržištu izvedenica u primjenu €STR-a i spriječio moguće poteškoće s ugovorima o izvedenicama vezanim uz EONIA-u koji dospijevaju nakon posljednje objave EONIA-e 3. siječnja 2022. Osim toga, Europska komisija odredila je u listopadu 2021. €STR kao zakonsku zamjensku stopu za EONIA-u u ugovorima koji ne sadržavaju primjenjive odredbe o rezervnom aranžmanu.⁸⁶ Time je osigurana dodatna sigurnost za korisnike EONIA-e i smanjeni su pravni rizici prije prestanka primjene referentne kamatne stope.

S obzirom na pouzdanost i reprezentativnost €STR-a, što je potvrđeno u ESB-ovu drugom [godišnjem preispitivanju metodologije za €STR](#), sudionici na tržištu potiču se da rabe tu stopu za instrumente povezane s gotovinom i izvedenicama u skladu sa [smjernicama](#) Odbora za financijsku stabilnost. Kako bi potaknuo i podržao širu primjenu €STR-a, među ostalim i odredbama o rezervnom aranžmanu u ugovorima vezanima uz europsku međubankovnu kamatnu stopu (EURIBOR), ESB je u travnju 2021. počeo objavljivati [konformnu prosječnu stopu eurske kratkoročne kamatne stope i konformni indeks eurske kratkoročne kamatne stope](#) (vidi Okvir 8.).

Provedba odredba o rezervnom aranžmanu u ugovorima vezanima uz EURIBOR i nadalje je prioritet.

U svibnju 2021. radna skupina za nerizične eurske kamatne stope objavila je [preporuke za odredbe o rezervnom aranžmanu u ugovorima vezanima uz EURIBOR](#) te tako pridonijela planiranju za nepredviđene situacije povezane s mogućim prestankom primjene EURIBOR-a. S obzirom na to da je taj veliki korak uspješno dovršen, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) preuzelo je od ESB-a funkciju tajništva radne skupine te je posuvenilo njezin [mandat](#). Prioriteti su rad na provedbi preporuka za odredbe o rezervnom aranžmanu u ugovorima vezanima uz EURIBOR i ublažavanje učinka prestanka primjene dospjeća londonske međubankovne ponudbene kamatne stope (LIBOR) na korisnike u europodručju od 3. siječnja 2022.⁸⁷ Tržišne se sudionike potiče da prate

⁸⁶ Provedbena uredba Komisije (EU) 2021/1848 od 21. listopada 2021. o određivanju zamjene za referentnu vrijednost prekonoćnog prosječnog indeksa eura ([C/2021/7487](#)) (SL L 374, 22.10.2021., str. 6.)

⁸⁷ Dospjeća za CHF i EUR prestala su se primjenjivati 3. siječnja 2022., zajedno s prestankom primjene određenih rokova dospjeća za USD LIBOR. Nadalje, dospjeća za JPY i GBP izgubila su reprezentativnost istog dana, što je ograničilo njihovu uporabu.

rasprave radne skupine te da uzmu u obzir preporuke i analize i njihovu provedbu pri planiranju primjene rezervnog aranžmana.

Izmijenjeni Globalni kodeks ponašanja za devizno tržište i obnova ESSB-ove izjave o opredijeljenosti

Objava posuvremenjenoga
Globalnoga kodeksa ponašanja za
devizno tržište i ESSB-ove izjave o
opredijeljenosti

Globalni kodeks ponašanja za devizno tržište (Kodeks), skup načela dobrih praksa na deviznom tržištu, uveden je u 2017. Bio je to izravan i važan odgovor na nedostatak povjerenja u devizno tržište nakon niza povreda na tržištu i povezanih multimilijunskih kazni u američkim dolarima. Kako bi se osiguralo da Kodeks ostane primjeren i prati kretanja na deviznom tržištu, [Globalni odbor za devizno trgovanje](#) preispitao je i posuvremenio načela u nekoliko ključnih područja. Glavni razlog za brojna posuvremenjenja bila je potreba za većim objavljivanjem i transparentnošću praksa za devizne transakcije na sve složenijem tržištu. [Posuvremenjeni Kodeks](#) objavljen je 15. srpnja 2021. ESB i njegova [Kontaktna skupina za devizno tržište](#) bili su intenzivno uključeni u proces preispitivanja. Nekoliko članova te Kontaktne skupine sudjelovalo je u radnim skupinama Globalnog odbora za devizno trgovanje i imalo je važnu ulogu u izradi posuvremenjenoga Kodeksa. U budućnosti je važno da svi sudionici na deviznom tržištu preispitaju posuvremenjeni Kodeks, procijene učinke posuvremenjenih načela na vlastite aktivnosti i u skladu s tim usklađuju te aktivnosti. Članice Europskog sustava središnjih banaka, koji čine ESB i nacionalne središnje banke svih država članica EU-a, proveli su interno preispitivanje svojih aktivnosti. Nakon završetka postupka preispitivanja 15. veljače 2022. objavljena je posuvremenjena [izjava o opredijeljenosti](#).⁸⁸

Izvještavanje o deviznim intervencijama

ESB nije intervenirao na deviznom
tržištu.

U 2021. ESB nije intervenirao na deviznom tržištu. Od uspostave eura ESB je dva puta intervenirao na deviznom tržištu, 2000. i 2011. Podatci o deviznim intervencijama objavljuju se na tromjesečnoj osnovi, sa zakašnjenjem od jednog tromjesečja, na mrežnim stranicama ESB-a i u Spremištu statističkih podataka. Podatci objavljeni u tromjesečnim tablicama također se iskazuju na godišnjoj osnovi u Godišnjem izvješću ESB-a (vidi Tablicu 5.2.). Izostanak deviznih intervencija u određenom tromjesečju izričito se navodi.

⁸⁸ Standardizirana „izjava o opredijeljenosti“ omogućuje sudionicima na tržištu da pokažu da prepoznaju i da su opredijeljeni za prihvaćanje dobrih praksa iz Globalnoga kodeksa ponašanja za devizno tržište.

Tablica 5.2.**ESB-ove devizne intervencije**

razdoblje	datum	vrsta intervencije	valutni par	kupljena valuta	bruto iznos (mil. EUR)	neto iznos (mil. EUR)
3. tr. 2000.	22. rujna 2000.	koordinirano	EUR/USD	EUR	1.640	1.640
	22. rujna 2000.	koordinirano	EUR/JPY	EUR	1.500	1.500
4. tr. 2000.	3. studenoga 2000.	jednostrano	EUR/USD	EUR	2.890	2.890
		jednostrano	EUR/JPY	EUR	680	680
	3. studenoga 2000.	jednostrano	EUR/USD	EUR	1.000	1.000
	6. studenoga 2000.	jednostrano	EUR/USD	EUR	1.700	1.700
		jednostrano	EUR/JPY	EUR	800	800
	9. studenoga 2000.					
	9. studenoga 2000.					
1. tr. 2011.	18. ožujka 2011.	koordinirano	EUR/JPY	EUR	700	700
1. tr. – 4. tr. 2020.	–	–	–	–	–	–
1. tr. – 4. tr. 2021.	–	–	–	–	–	–

Izvor: ESB

Izveštajnim su okvirom obuhvaćene devizne intervencije koje je ESB proveo jednostrano ili koordinirano s drugim tijelima i devizne intervencije „na graničnim vrijednostima” u okviru europskoga tečajnog mehanizma II (ERM II).

5.2. Upravljanje operacijama zaduživanja i kreditiranja u EU-u

ESB je odgovoran za upravljanje poslovima zaduživanja i kreditiranja EU-a u sklopu instrumenta srednjoročne financijske pomoći (MTFA),⁸⁹ Mehanizma za europsku financijsku stabilizaciju (EFSM),⁹⁰ Europskog instrumenta za privremenu potporu radi smanjenja rizika od nezaposlenosti u izvanrednoj situaciji (SURE)⁹¹ i programa Next Generation EU (NGEU).⁹²

ESB obrađuje plaćanja za različite kreditne programe EU-a.

ESB je u 2021. obradio plaćanja kamata za kredite odobrene u sklopu MTFA. Na dan 31. prosinca 2021. ukupan nepodmireni iznos u sklopu tog instrumenta iznosio je 200 mil. EUR. U 2021. ESB je također obradio različita plaćanja i plaćanja kamata za kredite odobrene u sklopu EFSM-a. Na dan 31. prosinca 2021. ukupan nepodmireni iznos u sklopu tog instrumenta iznosio je 46,8 mlrd. EUR. U 2021. ESB je obradio i isplatu zajmova SURE raznim državama članicama i povezane isplate kamata. Na dan 31. prosinca 2021. ukupan nepodmireni iznos u sklopu tog

⁸⁹ U skladu s člankom 141. stavkom 2. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, člankom 17., člankom 21. stavkom 21.2., člankom 43. stavkom 43.1. i člankom 46. stavkom 46.1. Statuta ESSB-a te člankom 9. Uredbe Vijeća (EZ) br. 332/2002 od 18. veljače 2002.

⁹⁰ U skladu s člankom 122. stavkom 2. i člankom 132. stavkom 1. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, člancima 17. i 21. Statuta ESSB-a te člankom 8. Uredbe Vijeća (EU) br. 407/2010 od 11. svibnja 2010.

⁹¹ U skladu s člancima 17. i 21. Statuta ESSB-a (u vezi s člankom 10. Uredbe Vijeća (EU) 2020/672 od 19. svibnja 2020. o uspostavi Europskog instrumenta za privremenu potporu radi smanjenja rizika od nezaposlenosti u izvanrednoj situaciji (SURE) nakon izbijanja bolesti COVID19).

⁹² U skladu s člancima 17. i 21. Statuta ESSB-a (u vezi s Uredbom (EU) 2021/241 Europskog parlamenta i Vijeća od 12. veljače 2021. o uspostavi Mehanizma za oporavak i otpornost).

instrumenta iznosio je 89,6 mlrd. EUR. Naposljetku, ESB je u 2021. obradio isplate zajmova i bespovratnih sredstava u sklopu NGEU-a raznim državama članicama.

ESB je također odgovoran za upravljanje plaćanjima koja su povezana s operacijama u sklopu [Europskog fonda za financijsku stabilnost](#) (EFSF)⁹³ i [Europskoga stabilizacijskog mehanizma](#) (ESM).⁹⁴ ESB je u 2021. obradio različita plaćanja kamata i naknada za dva kredita odobrena u sklopu EFSF-a.

Naposljetku, ESB je odgovoran za obradu svih plaćanja povezanih s ugovorom o kreditima za Grčku.⁹⁵ Na dan 31. prosinca 2021. ukupan nepodmireni iznos u sklopu tog instrumenta iznosio je 50,1 mlrd. EUR.

5.3. Usluge upravljanja pričuvama Eurosustava

Neke nacionalne središnje banke Eurosustava pružaju usluge unutar okvira za usluge upravljanja pričuvama Eurosustava (ERMS).

U 2021. godini i nadalje je na raspolaganju bio sveobuhvatan skup financijskih usluga u okviru za usluge upravljanja pričuvama Eurosustava (ERMS), uspostavljenom 2005. u svrhu upravljanja pričuvama stranaka nominiranim u eurima. Neke nacionalne središnje banke Eurosustava središnjim bankama, monetarnim vlastima i državnim agencijama izvan europodručja te međunarodnim organizacijama pružaju financijske usluge unutar tog okvira prema usklađenim uvjetima i tržišnim standardima. ESB ima ulogu općega koordinatora, koji prati neometano funkcioniranje usluga, promiče promjene radi poboljšanja okvira i priprema povezana izvješća za Upravno vijeće ESB-a.

Broj računa stranaka u ERMS-u na kraju 2021. godine iznosio je 265, a na kraju 2020. bilo ih je 260. Ukupne agregirane pričuve (uključujući udjele gotovine i vrijednosnih papira) kojima se upravlja u sklopu ERMS-a povećale su se za otprilike 18 % u 2021. u odnosu na 2020.

U 2021. radi jasnoće preinačen je [pravni okvir ERMS-a](#), uključujući posuvremenjena, kako bi se ojačale inicijative za transparentnost izvještavanja i razmjenu informacija unutar Eurosustava u kontekstu pružanja usluga u sklopu ERMS-a.

⁹³ U skladu s člancima 17. i 21. Statuta ESSB-a (u vezi s člankom 3. stavkom 5. Okvirnog sporazuma o EFSF-u).

⁹⁴ U skladu s člancima 17. i 21. Statuta ESSB-a (u vezi s člankom 5.12.1. Općih uvjeta ESM-a za ugovore o financijskoj pomoći).

⁹⁵ U vezi s ugovorom o kreditima između država članica čija je valuta euro (osim Njemačke i Grčke) i *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (djeluje u javnom interesu, prema uputama i koristeći se jamstvom Savezne Republike Njemačke) kao zajmodavaca i Helenske Republike kao zajmoprimca te grčke središnje banke kao agenta zajmoprimca, i u skladu s člankom 17. i člankom 21. stavkom 21.2. Statuta ESSB-a i člankom 2. Odluke Europske središnje banke od 10. svibnja 2010. o upravljanju udruženim bilateralnim kreditima u korist Helenske Republike i o izmjeni Odluke ESB/2007/7 ([ESB/2010/4](#)) (SL L 119, 13.5.2010., str. 24.).

6. Visoka potražnja za gotovinom i nadalje niska razina krivotvorenja

ESB i nacionalne središnje banke europa područja odgovorni su za izdavanje euronovčanica u željenom opsegu i apoenskoj strukturi, za osiguravanje dostupnosti gotovine i za očuvanje povjerenja u zajedničku valutu. Pandemija bolesti COVID-19 imala je dva učinka na ponašanje pri plaćanju. Ona je najprije naglasila ulogu gotovine kao pohrane vrijednosti i, drugo, smanjila je dio transakcijske potražnje za gotovinom. Bez obzira na to, u 2021. nastavio je rasti broj euronovčanica u optjecaju, a broj krivotvorenih novčanica povučenih iz optjecaja ostao je na povijesno niskoj razini. Budući da je gotovina i nadalje prvi izbor pri odabiru načina plaćanja kod mnogih potrošača, Eurosustav nastoji osigurati odgovarajući pristup gotovini i prihvaćenost gotovine u sljedećim godinama, kao što je opisano u [gotovinskoj strategiji Eurosustava](#).

Nakon što je u 2019. dovršeno uvođenje novčanica iz serije Europa, Eurosustav je već započeo pripreme za razvoj budućih euronovčanica.

6.1. Euronovčanice u optjecaju

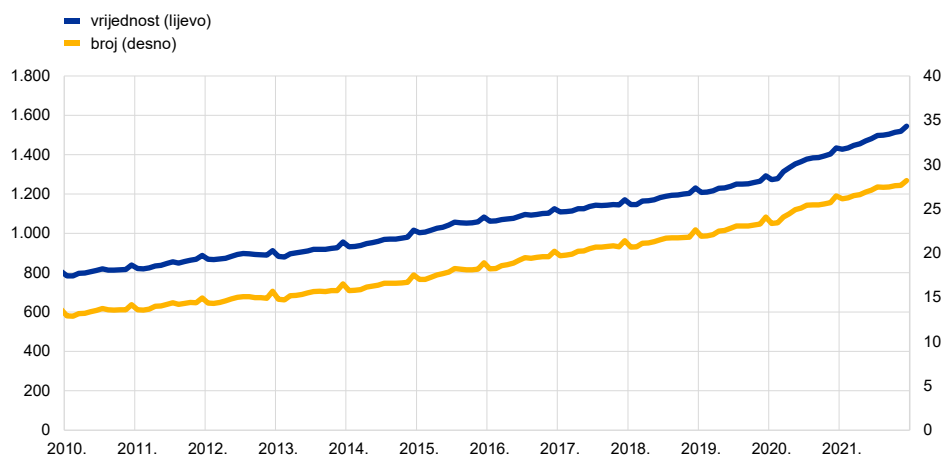
Broj i vrijednost euronovčanica u optjecaju povećali su se, pri čemu najveći udio imaju novčanice od 50 €.

Broj i vrijednost euronovčanica u optjecaju povećali su se za 6,5 % i 7,7 % u 2021. Krajem godine u optjecaju je bilo 28,2 mlrd. euronovčanica, ukupne vrijednosti 1,54 bil. EUR (vidi Grafikon 6.1.). Najveći udio u optjecaju, u smislu vrijednosti, imale su novčanice od 50 € (44,3 %), što je otprilike jednako ukupnoj vrijednosti novčanica od 100 €, 200 € i 500 € (vidi Grafikon 6.2.).

Grafikon 6.1.

Broj i vrijednost euronovčanica u optjecaju

(lijevo: mlrd. EUR, desno: mlrd.)

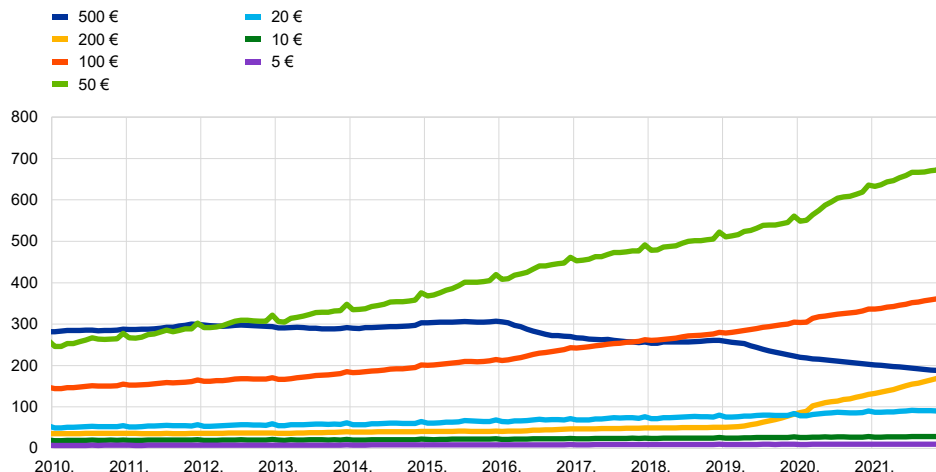


Izvor: ESB

Grafikon 6.2.

Vrijednost euronovčanica u optjecaju po apoenima

(mlrd. EUR)



Izvor: ESB

Promjene u apoenskoj strukturi euronovčanica u optjecaju u 2021. i nadalje su bile pod utjecajem pandemije bolesti COVID-19 i različitih funkcija gotovine. Potražnja za novčanicama od 200 € i 100 € ostala je visoka, što pokazuje godišnji rast od 33,6 % odnosno 9,0 % jer se one rabe i kao pohrana vrijednosti. Godišnji rast vrijednosti novčanica u optjecaju od 50 € iznosio je 7,5 %, a ukupan godišnji rast vrijednosti novčanica u optjecaju od 5 € do 20 € dosegao je 3,0 %.

ESB i nacionalne središnje banke zadržale su visoku kvalitetu euronovčanica u optjecaju.

Nacionalne središnje banke Eurosustava provjerile su autentičnost i kvalitetu 23,5 mlrd. novčanica u vrijednosti 759,3 mlrd. EUR, što je samo malo manje od broja komada euronovčanica u optjecaju. Od provjerenih novčanica, u gotovinskom je ciklusu pohabano 2,9 mlrd. novčanica te ih je trebalo zamijeniti kako bi se u gotovinskom ciklusu zadržale samo visokokvalitetne novčanice.

Porast eurokovanica u optjecaju

Na kraju 2021. ukupan broj eurokovanica u optjecaju iznosio je 141,2 mlrd., a njihova vrijednost bila je 31,2 mlrd. EUR. U odnosu na kraj 2020. vrijednost eurokovanica u optjecaju povećala se za 2,7 %.

6.2. Praktičnost svakodnevnog rukovanja novčanicama

S obzirom na ulogu gotovine u europskom društvu, ESB nastoji osigurati da euronovčanice ostanu primjerene svojoj svrsi, jednostavne za uporabu i da ih je teško krivotvoriti.

U sklopu tih kontinuiranih nastojanja da se zadrže euronovčanice koje se smatraju primjerenima svojoj svrsi, redovito prikupljanje povratnih informacija od dionika koji se koriste euronovčanicama središnja je aktivnost kojom se pridonosi razvoju budućih euronovčanica i zaštitnih obilježja. U skladu s tim ciljem u 2021. pokrenuta je Anketa o osobama koje profesionalno rukuju gotovinom (engl. *Cash Handler Survey*) kako bi se bolje razumjelo što osobe koje profesionalno rukuju gotovinom

misle o trenutačnom dizajnu i postupcima provjere autentičnosti euronovčanica te o rukovanju euronovčanicama.

Anketirane osobe koje profesionalno rukuju gotovinom bile su osobe starije od 16 godina iz svih 19 država europodručja koje redovito rukuju gotovinom u sklopu svoje profesionalne aktivnosti. Ukupno je obavljeno više od 22 000 intervjua.

Visoka razina zadovoljstva trenutačnim dizajnom i apoenima euronovčanica među osobama koje profesionalno rukuju gotovinom

Anketa je pokazala visoku razinu zadovoljstva među osobama koje profesionalno rukuju gotovinom u vezi s trenutačnim dizajnom i apoenima euronovčanica. Osobe koje profesionalno rukuju gotovinom u europodručju samo su rijetko bile suočene s problemom razlikovanja novčanica.

Provjere autentičnosti novčanica vrlo su uobičajene (novčanice provjerava šest od deset osoba koje profesionalno rukuju gotovinom), pri čemu su ispitanici koji se uglavnom time bave nedavno prošli obuku o tome kako provjeriti novčanice. Osobe koje provjeravaju novčanice najčešće su se služile uređajima za provjeru autentičnosti novčanica (56 %). Osobe koje provjeravaju novčanice ručno obično provode brze provjere jednoga (23 %) ili više (39 %) zaštitnih obilježja.

Brzina i lakoća provjere važne su za osobe koje profesionalno rukuju gotovinom.

Brzina je glavni razlog na kojemu počiva izbor provjere zaštitnog obilježja. Važna je i lakoća provjere obilježja. Ovaj je zaključak svojstven svim zaštitnim obilježjima i apoenima novčanica.

6.3. Krivotvorenje euronovčanica na najnižoj je razini dosad

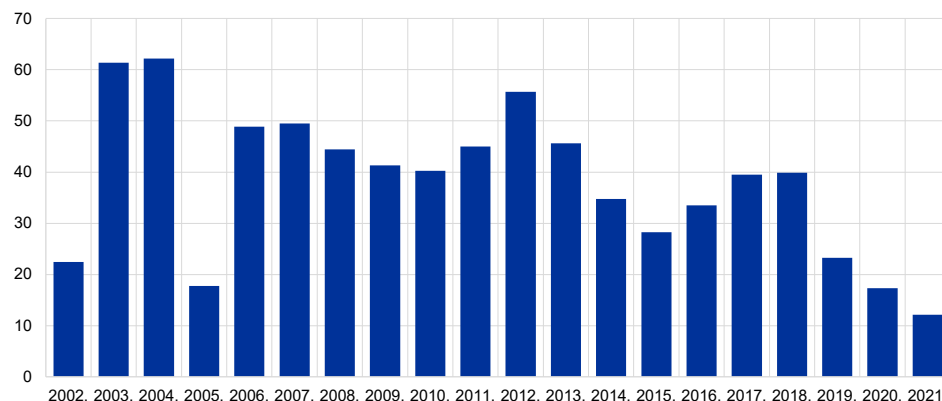
ESB upozorava javnost da bude oprezna pri preuzimanju novčanica te podsjeća na provjeru novčanica testom „osjeti, pogledaj i nakreći”.

Smanjivanje trenda krivotvorenja euronovčanica nastavilo se i u 2021., pa je udio krivotvorina u originalnim novčanicama u optjecaju dosegao najnižu razinu dosad (vidi Grafikon 6.3.). Ukupan broj krivotvorenih novčanica povučenih iz optjecaja iznosio je 347 000, što znači da je na milijun originalnih novčanica u optjecaju u jednoj godini otkriveno samo 12 krivotvorenih novčanica. Kvaliteta krivotvorina i nadalje je niska. Zbog toga ih je moguće brzo i jednostavno otkriti testom „osjeti, pogledaj i nakreći”.

Grafikon 6.3.

Broj krivotvorenih novčanica otkrivenih u jednoj godini na milijun originalnih euronovčanica u optjecaju

(komada na milijun)



Izvor: ESB

Započeo je razvoj budućih euronovčanica

Gotovina će ostati važna u budućnosti.

ESB očekuje da će gotovina eura biti u širokoj primjeni do 2030. i nadalje. Shodno tome, a i kako bi se i dalje bilo korak ispred krivotvoritelja, potrebno je pripremiti se i biti spreman za uvođenje poboljšanih i posuvremenjenih euronovčanica da bi se sačuvalo povjerenje javnosti te osiguralo da su euronovčanice sigurne i praktične za uporabu. S obzirom na duljinu i složenost procesa razvoja budućih novčanica, već su započete pripreme, uključujući rad na istraživanju i razvoju, redovito savjetovanje s dionicima i općom javnošću te proizvodnju testnih novčanica s novim zaštitnim obilježjima.

ESB planira [redizajnirati euronovčanice](#). Postupak dizajniranja obuhvatit će nekoliko krugova prikupljanja mišljenja europskih građana. ESB očekuje da će u 2024. odabrati konačni dizajn novih euronovčanica.

7. Statistika

ESB uz pomoć nacionalnih središnjih banaka razvija, prikuplja, sastavlja i diseminira širok raspon statističkih podataka i podataka potrebnih za podržavanje ESB-ove monetarne politike te zadaća povezanih s financijskom stabilnošću i ostalih zadaća Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB). Tim statističkim podatcima služe se i tijela javne vlasti, međunarodne organizacije, sudionici na financijskom tržištu, mediji i javnost, što pomaže ESB-u da poveća transparentnost svog rada.

Ovo se poglavlje bavi novom statistikom europodručja, odnosno razvojem eksperimentalnih pokazatelja kojima se podržava politika klimatskih promjena i indeksi cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara. Dva se okvira bave nedavno objavljenim konformnim prosječnim stopama eurske kratkoročne kamatne stope i konformnim indeksom eurske kratkoročne kamatne stope te promicanjem standardizacije globalnih podataka.

7.1. Nova i poboljšana statistika europodručja

Makrostatistika se razvija kako bi ostala primjerena svojoj svrsi.

Upravno vijeće ESB-a donijelo je novu smjernicu u području tromjesečnih financijskih računa u travnju 2021.⁹⁶ Njome se utvrđuju novi zahtjevi za podatke i vremenski okvir provedbe izvješćivanja o tromjesečnim financijskim računima u skladu s novim raščlambama kojima su obuhvaćena gospodarska kretanja i zahtjevi korisnika.

Smjernica ESB-a donesena je radi dostavljanja novih tromjesečnih podataka o financijskim računima.

Novom se smjernicom uvode zahtjevi za detaljno izvješćivanje o podatcima podsektora ostalih financijskih institucija kako bi se poboljšali statistički podatci na kojima počiva praćenje nebankovnog financijskog sektora u analizama monetarne i financijske stabilnosti. Njome se također uvodi novi financijski instrument raščlanjen prema funkcionalnim kategorijama platne bilance kako bi se omogućilo utvrđivanje prekograničnih transakcija s društvima za izravna inozemna ulaganja te nove raščlambe instrumenata za životno osiguranje i mirovinska prava. Novi statistički podatci postupno će biti dostupni korisnicima od druge polovine 2022.

Novom se uredbom zahtijevaju podatci kako bi se poboljšala analiza monetarnih i kreditnih kretanja.

Nakon što je preispitao statističke izvještajne zahtjeve o bilančnim stavkama monetarnih financijskih institucija, uključujući javno savjetovanje provedeno početkom 2020., ESB je objavio novu [uredbu](#).⁹⁷ Njezina je svrha riješiti glavne potrebe za podatcima za analizu monetarnih i kreditnih kretanja. Uredbom se također uvode izmjene nekih postojećih zahtjeva, definicija i odstupanja u

⁹⁶ Smjernica (EU) 2021/827 Europske središnje banke od 29. travnja 2021. o izmjeni Smjernice ESB/2013/24 o statističkim izvještajnim zahtjevima Europske središnje banke u području tromjesečnih financijskih računa ([ESB/2021/20](#)) (SL L 184, 25.5.2021., str. 4.)

⁹⁷ Uredba (EU) 2021/379 Europske središnje banke od 22. siječnja 2021. o bilančnim stavkama kreditnih institucija i sektora monetarnih financijskih institucija (preinaka) ([ESB/2021/2](#)) (SL L 73, 3.3.2021., str. 16.)

Statističko izvještavanje
Eurostava razvija se kako bi se
smanjio teret izvješćivanja za
banke.

izvješćivanju kada to pridonosi boljoj integraciji s drugim statističkim skupovima podataka.

Nakon savjetovanja na razini cijelog sektora Upravno vijeće ESB-a u prosincu 2021. odobrilo je pokretanje faze oblikovanja Okvira za integrirano izvještavanje (IReF).⁹⁸ Uloga je IReF-a konsolidirati statističko izvještavanje banaka u europodručju, čime bi se smanjio njihov teret izvješćivanja primjenom digitalizacije i najsuvremenije organizacije izrade podataka. Projekt se razvija u bliskoj suradnji s ostalim europskim tijelima u vezi s dugoročnim ciljem postizanja daljnje standardizacije i integracije u području statističkoga, bonitetnoga i sanacijskog izvješćivanja. Očekuje se da će novi izvještajni okvir zaživjeti u 2027.

7.2. Razvoj eksperimentalnih pokazatelja za davanje podrške politici klimatskih promjena

Budući da će klimatske promjene sve više utjecati na gospodarstvo i financijski sustav, u srpnju 2021. Upravno vijeće donijelo je odluku o sveobuhvatnom akcijskom planu⁹⁹ za daljnje uključivanje pitanja povezanih s klimatskim promjenama u svoj okvir politike.

Podatci i pokazatelji potrebni su
kako bi se analizirao utjecaj
klimatskih promjena na
gospodarstvo i financijski sustav.

Za poboljšanje analize potrebni su granularni podatci i međunarodno usporedivi pokazatelji. Plan rada počiva na razvoju niza novih eksperimentalnih pokazatelja o rizicima za financijske institucije povezanim s klimatskim promjenama i o održivom financiranju – primjerice o izdavanju zelenih obveznica ili ugljičnom otisku – nakon čega će uslijediti njihovo postupno unaprjeđivanje zahvaljujući dostupnosti i harmonizaciji podataka.

Odbor za statistiku ESSB-a¹⁰⁰ počeo je raditi na razradi najboljih metodoloških praksa i razvijanju eksperimentalnih pokazatelja o izloženostima financijskih institucija fizičkim rizicima povezanim s klimom, ugljičnom otisku portfelja i održivom financiranju. Uz postojeće skupove podataka ESSB-a, ulazne podatke za te pokazatelje činit će kombinacija javnih i privatnih izvora podataka. Objava prve skupine pokazatelja planirana je za kraj 2022.

Postoje brojni izazovi u vezi s podacima, a tržište se trenutačno sastoji od različitih proizvođača koji nisu savršeno usklađeni. U skladu s postupnim pristupom ESB radi na temelju informacija nekoliko pružatelja neusklađenih podataka. Koracima koji će nakon toga uslijediti pogodovat će aktualne politike i inicijative EU-a u području taksonomije okolišne održivosti te objavljivanje informacija i izvješćivanje o njoj, uključujući standard zelenih obveznica.

⁹⁸ Vidi „ECB moves towards harmonising statistical reporting to ease burden for banks and improve analysis”, *priopćenje za javnost*, 17. prosinca 2021.

⁹⁹ Vidi „ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy”, *priopćenje za javnost*, ESB, 8. srpnja 2021.

¹⁰⁰ Nastavljajući se na rad stručne skupine za klimatske promjene i statistiku ESSB-ova Odbora za statistiku, koji je završen krajem 2020.

7.3. Indeksi cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara

Očekuje se da će uključivanje troškova stambenih objekata u vlasništvu stanara u HIPC poboljšati mjerenje inflacije...

Upravno je vijeće nakon preispitivanja strategije monetarne politike objavilo da je ukupni HIPC i nadalje odgovarajući indeks za kvantifikaciju cilja stabilnosti cijena u europodručju te da će se zadržati kao indeks cijena kojim se služi za mjerenje inflacije u europodručju u svrhu monetarne politike. ESB smatra da se stabilnost cijena najbolje održava ostvarenjem ciljanje inflacije mjerene HIPC-om od 2 % u europodručju u srednjoročnom razdoblju, uz opredijeljenost za simetričnost u ciljanju inflacije s obzirom na to da je preniska inflacija jednako nepoželjna kao i previsoka. Nadalje, troškovi stambenih objekata znatno se tiču potrebe da se prikaže širok obuhvat troškova robe i usluga potrošenih u gospodarstvu.¹⁰¹ Budući da ESB želi da HIPC na odgovarajući način odražava obrasce potrošnje kućanstava u europodručju, Upravno vijeće predložilo je korake radi boljeg prikaza troškova stambenih objekata u HIPC-u za europodručje.

Dvije su glavne mogućnosti na raspolaganju kada je riječ o stambenim objektima: najam ili vlasništvo. Najamnine su uvijek bile uključene u HIPC, ali troškovi povezani sa stambenim objektom u vlasništvu stanara (OOH) nisu. Stoga je Upravno vijeće zatražilo da se troškovi OOH-a uključe u HIPC. Međutim, uključivanje tih troškova donosi različite tehničke i konceptualne izazove, a uloge koje trebaju imati različite institucije EU-a također je potrebno riješiti u sklopu tog procesa.

...ali to sa sobom nosi metodološke i tehničke izazove.

Jedan od izazova je i to što stambeni objekt ima dvostruku ulogu: na prvi pogled kupnja stambenog objekta može se smatrati ulaganjem u imovinu. S druge strane kupci mogu imati različite namjere: stambenim objektom mogu se koristiti samo u svrhu ulaganja (davanjem u najam) ili se mogu ponajprije njime koristiti za potrošnju (stanovanjem u njemu kao vlasnici). Budući da će vlasnik-stanar imati koristi i od bilo kakvog povećanja vrijednosti stambenog objekta tijekom vremena, stambeni će objekt poslužiti i za ulaganje i za potrošnju. U skladu sa svojom pravnom osnovom, HIPC bi se trebao usredotočiti na izdatke za potrošnju koji isključuju ulaganja. Međutim, s tehničkog je stajališta teško odvojiti dio koji se odnosi na potrošnju, što pokazuju i znatna odstupanja u postupanju s tim pitanjem u različitim zemljama.

Drugi se izazov odnosi na metodu primijenjenu za mjerenje OOH-a. ESB podržava primjenu pristupa neto nabave za mjerenje OOH-a. Samo ova metoda odgovara konceptualnom okviru HIPC-a kao mjeri kupovne moći jer se sa stambenim objektom kojim se koristi vlasnik-stanar postupa kao s bilo kojim drugim trajnim proizvodom. Primjerice, cijene novih automobila uključene su u vrijeme kupnje iako će se automobil rabiti tijekom sljedećih nekoliko godina. Pristup neto nabave već se primjenjuje za tromjesečne indekse cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara, koje objavljuje Eurostat. Indeksi cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara zasnivaju se samo na transakcijama sa sektorom kućanstava, što je jednako pravilo koje se primjenjuje na HIPC. Prodaje stambenih objekata među kućanstvima su izuzete, što znači da su indeksi cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara uglavnom usredotočeni na novoizgrađene kuće i stanove. Često se nalaze na rubovima gradova, na lokacijama na kojima se cijene mogu kretati drukčije od ukupnih kretanja cijena stambenih

¹⁰¹ O tome je bilo riječ na portalu „ESB vas sluša” i u rezoluciji Europskog parlamenta od 10. veljače 2021. o Europskoj središnjoj banci – Godišnje izvješće za 2020.

objekata. Rashodi povezani s transakcijama (primjerice, javnobilježničke naknade) i rashodi povezani s vlasništvom (primjerice, osiguranje povezano sa stambenim objektom, održavanje i veći popravci) uključeni su i u indekse cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara. Stavljanje težišta na kupnju novih stambenih objekata rezultira relativno malim brojem transakcija koje se primjenjuju mjesečno. Zbog toga može biti teško izračunati mjesečni indeks cijena, posebno za manje zemlje. Nadalje, budući da su indeksi cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara tromjesečni i imaju vremenski odmak od tri mjeseca (dok se HIPC objavljuje na kraju izvještajnog mjeseca), oni u sadašnjem obliku ne ispunjavaju zahtjeve za uključivanje u HIPC.

U provedbi preispitivanja strategije Upravno vijeće razmatralo je sva ta tehnička pitanja i kako ih riješiti te je odlučilo predložiti plan za uključivanje OOH-a u HIPC putem pristupa neto stjecanja.¹⁰²

U planu ESB-a utvrđeni su sljedeći koraci za izradu indeksa stambenih objekata u vlasništvu stanara i njihovu uporabu u kombinaciji s HIPC-om.

U planu ESB-a predlaže se prvo uvođenje internoga analitičkog indeksa ESB-a koji kombinira HIPC s indeksima stambenih objekata u vlasništvu stanara. Eurostat je također pozvan da do 2023. objavi eksperimentalni tromjesečni HIPC, uključujući troškove OOH-a. Usporedno s time započet će potrebne pravne aktivnosti kako bi službeni tromjesečni indeks mogao biti dostupan, vjerojatno u 2026. Krajnji je cilj moći uključiti OOH u HIPC na mjesečnoj osnovi i pravodobno, kako bi ga se u potpunosti iskoristilo za potrebe monetarne politike.

Upravno vijeće također je odlučilo da će tijekom prijelaznog razdoblja glavni referentni indeks za monetarnu politiku ostati sadašnji HIPC.¹⁰³ Ipak, tromjesečni samostalni indeks cijena OOH-a i, kada budu dostupni, tromjesečni indeksi koji kombiniraju HIPC i OOH imat će važnu dodatnu ulogu u donošenju odluka o monetarnoj politici.

Okvir 8.

Novo objavljivanje konformnih prosječnih stopa eurske kratkoročne kamatne stope i konformnog indeksa eurske kratkoročne kamatne stope

ESB od 15. travnja 2021. objavljuje dnevne konformne prosječne stope eurske kratkoročne kamatne stope za različite rokove dospijea i konformni indeks eurske kratkoročne kamatne stope. Konformne stope primjerene su za uporabu kao referentne kamatne stope u financijskim ugovorima i kao zamjenske kamatne stope za druge referentne kamatne stope. One su snažna alternativa ostalim raspoloživim referentnim kamatnim stopama u mnogim ugovorima u kojima se primjerenom smatra primjena konformne referentne stope.

Stope se izračunavaju samo na temelju povijesnih vrijednosti eurske kratkoročne kamatne stope (€STR), prekonoćne referentne kamatne stope koju ESB objavljuje i kojom upravlja od listopada 2019. Konformne prosječne stope eurske kratkoročne kamatne stope obračunate su unazad za standardizirane rokove dospijea od 1 tjedan, 1 mjesec, 3 mjeseca, 6 mjeseci i 12 mjeseci

¹⁰² To što se on više oslanja na cijene transakcija umjesto na imputirane najamnine vjerojatno će povećati sadržaj informacija o HIPC-u i bolje odgovoriti na zabrinutost građana europskog područja, od kojih većina želi vidjeti snažniji i realističniji prikaz troškova stambenih objekata.

¹⁰³ Sadašnji indeks cijena stambenih objekata u vlasništvu stanara ne ispunjava zahtjeve glede pravodobnosti i učestalosti te pitanja odvajanja komponente potrošnje od komponente ulaganja. Stoga ESB podupire daljnje istraživačke projekte o optimalnim metodama mjerenja. Oni bi trebali biti usmjereni i na bolje odvajanje komponente potrošnje od komponente ulaganja, pri čemu je prva navedena bitna za monetarnu politiku.

primjenom slijeda ostvarenih stopa €STR-a tijekom svakoga određenog roka dospijeca. Konformni indeks eurske kratkoročne kamatne stope, pak, omogućuje izračun konformne prosječne stope eurske kratkoročne kamatne stope za bilo koje razdoblje osim standardnih rokova dospijeca. Točna pravila za izračun prosječnih stopa i indeksa utvrđena su uzimajući u obzir povratne informacije dobivene u sklopu javnog savjetovanja i uglavnom su usklađena s pravilima kojima se služe druge središnje banke koje objavljuju odgovarajuće stope.¹⁰⁴

Isključivo zasnovani na ostvarenim vrijednostima €STR-a, konformne stope i konformni indeks baštine njezinu pouzdanost, a ona proizlazi iz dubine i likvidnosti eurskoga prekonoćnog tržišta novca. Činjenica da ih ESB izračunava i objavljuje u skladu s jednakim pravilima koja vrijede za €STR znači da i njihova dostupnost počiva na pouzdanom i provjerenom izvoru. ESB-ova smjernica o €STR-u izričito je izmijenjena kako bi se prepoznala ta nova zadaća ESB-a i kako bi se, prema potrebi, proširio okvir kojim se uređuje €STR na obračun i objavu konformne prosječne stope eurske kratkoročne kamatne stope i konformnog indeksa eurske kratkoročne kamatne stope.¹⁰⁵

Konformne prosječne stope eurske kratkoročne kamatne stope i konformni indeks eurske kratkoročne kamatne stope objavljuju se do 9:15 sati po srednjoeuropskom vremenu svakoga radnog dana sustava TARGET2 putem ESB-ove platforme za distribuciju tržišnih informacija i u ESB-ovu Spremištu statističkih podataka. Osim dnevnih vrijednosti pet stopa i indeksa, ESB objavljuje početni i krajnji datum za svaki od standardiziranih rokova dospijeca kako bi se olakšalo ponavljanje izračuna.

Okvir 9.

Promicanje standardizacije globalnih podataka

Standardizacija je nužna osnova za statističko izvještavanje i sastavljanje točnih i usporedivih službenih statističkih podataka. Oslanjanje na međunarodno priznate podatkovne standarde ključno je za povjerenje u službeni statistiku i transparentnost tih statistika, pri čemu standardne identifikacijske oznake djeluju kao poveznice i mostovi između različitih skupova podataka i osiguravaju zajedničku taksonomiju u različitim područjima.

Zbog toga je ESB snažno uključen u napore koji se odnose na globalnu standardizaciju, od stvaranja novih standarda do razvoja postojećih standarda, a osobito pridonosi radu tehničkog odbora ISO 68, koji je odgovoran za stvaranje globalnih standarda za sektor financijskih usluga. Posljednjih godina zaposlenici ESB-a sudjelovali su u brojnim savjetodavnim i radnim skupinama uključenima u stvaranje ili reviziju nekoliko međunarodnih standarda koji su bitni za statističko izvještavanje.

ESB zajedno s nekoliko nacionalnih središnjih banaka ima ključnu ulogu i u kontinuiranom upravljanju postojećim standardima, a osobito aktivno sudjeluje u Odboru za regulatorni nadzor (ROC) i njegovim podstrukturama. ROC je međunarodno tijelo koje je zaduženo za nadzor:

¹⁰⁴ [Compounded €STR average rates and index, Calculation and publication rules](#), ESB, 2021.

¹⁰⁵ Smjernica (EU) 2021/565 Europske središnje banke od 17. ožujka 2021. o izmjeni Smjernice (EU) 2019/1265 o eurskoj kratkoročnoj kamatnoj stopi (€STR) ([ESB/2021/10](#)) (SL L 119, 7.4.2021., str. 128.)

- identifikacijske oznake pravne osobe (LEI)
- jedinstvene identifikacijske oznake transakcije (UTI)
- jedinstvene identifikacijske oznake proizvoda (UPI)
- ključnih elemenata podataka (CDE).

LEI je u ESB-u i drugim međunarodnim i nacionalnim tijelima postao standard za jedinstvenu identifikaciju pravnih osoba.¹⁰⁶ On je bitan izvor informacija o pravnim osobama koji se rabi za obogaćivanje ostalih skupova prikupljenih podataka i podršku različitim vrstama analiza koje se provode unutar ESSB-a. Prednosti LEI-ja nisu ograničene na njegovu uporabu u statističke svrhe i od strane tijela javne vlasti jer se identifikacijskom oznakom koriste i sektori financijskih i nefinancijskih usluga u različite svrhe.

Kao i u slučaju drugih standarda, ključno je da se gore navedene identifikacijske oznake i elementi podataka široko prihvate u svim jurisdikcijama kako bi se u potpunosti ostvarile njihove prednosti, smanjili troškovi i postiglo globalno usklađivanje.

ESB je također intenzivno uključen u održavanje i razvoj standarda za slanje poruka koje se rabe u sektoru financijskih usluga i među međunarodnim institucijama. Naime, ESB je pokrovitelj standarda za razmjenu statističkih podataka i metapodataka (SDMX), koji je međunarodna inicijativa za standardizaciju razmjene statističkih podataka. ESB predsjedava radnom skupinom SDMX-ove tehničke radne skupine za informacijski model te aktivno pridonosi razvoju nove inačice SDMX-ova informacijskog modela (SDMX 3.0), koja je službeno pokrenuta na [Globalnoj konferenciji o SDMX-u](#) u 2021.¹⁰⁷ Jedno od ključnih poboljšanja informacijskog modela u inačici SDMX 3.0 potpora je za razmjenu mikropodataka, uključujući više mjera i atributa.

ESB također sudjeluje u skupini za upravljanje registracijom te u skupinama za procjenu norme ISO 20022 koja se primjenjuje za utvrđivanje poruka za komunikaciju i prijenos podataka među financijskim institucijama koje među ostalim podupiru procese povezane s plaćanjima, trgovanjem i namirom vrijednosnih papira.¹⁰⁸ Norma ISO 20022 podupire financijsku industriju pružanjem zajedničke metodologije za utvrđivanje novih poruka za financijsku komunikaciju. Ona također osigurava zajednički repozitorij, rječnik za podatke, u kojemu su pohranjeni zajednički sastavni dijelovi poruka i stavljeni na raspolaganje za daljnju ponovnu uporabu.

ESB predano zagovara donošenje međunarodnih podatkovnih standarda s ciljem daljnjeg poboljšavanja transparentnosti financijskih tržišta i smanjenja sistemskih rizika.

¹⁰⁶ Za cjelovit popis vidi [Regulatory uses of the LEI](#); vidi i ESRB-ovu publikaciju „[The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 18, rujan 2021.

¹⁰⁷ Osmo Globalna konferencija o SDMX-u održana je od 27. do 30. rujna 2021. ESB je bio aktivno uključen u pripremu i organizaciju događaja. Konferencija je bila prilika da nacionalne i međunarodne organizacije prikažu uspješnu primjenu standarda SDMX u različitim fazama životnog ciklusa podataka. ESB je predsjedao posebnim sastankom o primjeni SDMX-a za modernizaciju statističkih procesa i IT infrastrukture.

¹⁰⁸ Standard se primjenjivao uglavnom za platne poruke, ali sada obuhvaća više područja povezanih s različitim poslovnim procesima u financijskoj industriji, uključujući izvještavanje tijela javne vlasti.

8. Istraživačke aktivnosti ESB-a

Gospodarske posljedice pandemije bolesti COVID-19 nastavile su oblikovati istraživačke aktivnosti u 2021. Rezultati nove ankete o očekivanjima potrošača pokazali su se vrlo korisnima za ocjenu stanja privatnih kućanstava. Istodobno su redovite istraživačke mreže nastavile sa svojim programima. Osnovana je nova istraživačka grupa za klimatske promjene, a znatan napredak ostvarila je mreža posvećena analizi određivanja cijena na temelju mikropodataka (PRISMA). Interakcija s akademskom zajednicom oživjela je tijekom 2021., ali su konferencijske aktivnosti i nadalje donekle bile ograničene pandemijom, iako su virtualne konferencije djelomično zamijenile događaje uživo.

8.1. Nova istraživačka grupa za klimatske promjene

Istraživanje o klimatskim promjenama intenzivirano je, pri čemu je naglasak stavljen na implikacije za provedbu monetarne politike i odnos između klimatskih promjena i financijskih tržišta.

Istraživanje o klimatskim promjenama intenzivirano je u 2021. u skladu s ESB-ovom potrebom boljeg razumijevanja implikacija klimatskih promjena za monetarnu politiku i ESB-ovim povećanim opredjeljenjem za pridonošenje politikama u području ublažavanja klimatskih promjena i prilagodbe, uzimajući u obzir rizike i učinke povezane s klimatskim promjenama i klimatskim politikama, kako bi se ispunio ESB-ov mandat. Među ostalim, istraživačka grupa za klimatske promjene ESSB-a (Europski sustav središnjih banaka) počela je s radom tijekom druge polovine 2021. Cilj je te nove istraživačke grupe olakšati koordinaciju među istraživačima središnjih banaka u EU-u i ESB-a putem mjesečnih mrežnih seminara za istraživače, razmjenom informacija i stručnih znanja te planirane godišnje radionice. U 2021. istraživačka je grupa suorganizirala sastanak o klimatskim promjenama kao dio godišnje radionice za istraživačke grupe ESSB-a. Iako je istraživanje u početku bilo široko obuhvaćalo ekonomiju klimatskih promjena, naglasak će se staviti na teme koje su u bliskoj vezi s monetarnom politikom.¹⁰⁹

Jedan od oblika istraživanja u ESB-u usredotočen je na implikacije klimatskih promjena za provedbu monetarne politike. Primjerice, u jednoj su studiji analizirane posljedice ESB-ova program kupnje vrijednosnih papira sektora poduzeća (CSPP) na okoliš.¹¹⁰ Utvrđeno je da su ESB-ovim portfeljem korporativnih obveznica pretežno obuhvaćeni sektori s visokim emisijama ugljika u odnosu na tržišni portfelj stanja sektorskoga kapitala. Iako ESB-ov portfelj uglavnom odražava sektorsku strukturu tržišta obveznica, sektori s visokim emisijama ugljika, kao što su komunalne usluge i poduzeća s visokom proizvodnjom ugljika, više se oslanjaju na financiranje obveznicama od niskougljičnih sektora (vidi Grafikon 8.1.). Studija

¹⁰⁹ Na mrežnim su seminarima već predstavljeni radovi istraživača iz nacionalnih središnjih banaka, uključujući Faiella, I., Lavecchia, L., Michelangeli, V. i Mistretta, A., „[A micro-founded climate stress test on the financial vulnerability of Italian households and firms](#)”, *Occasional Papers*, br. 639, Banca d'Italia, listopad 2021., Bernard, R., Tzamourani, P. i Weber, M., „[Climate Change and Individual Behavior](#)”, *Discussion Papers*, br. 01, Deutsche Bundesbank, 2022., i von Kalkreuth, U., „Carbon costs: Towards a system of indicators for the carbon impact of products, enterprises and industries”, Deutsche Bundesbank, 2021.

¹¹⁰ Papoutsis, M., Piazzesi, M. i Schneider, M., „How unconventional is green monetary policy?”, *Working Paper Series*, ESB, u pripremi.

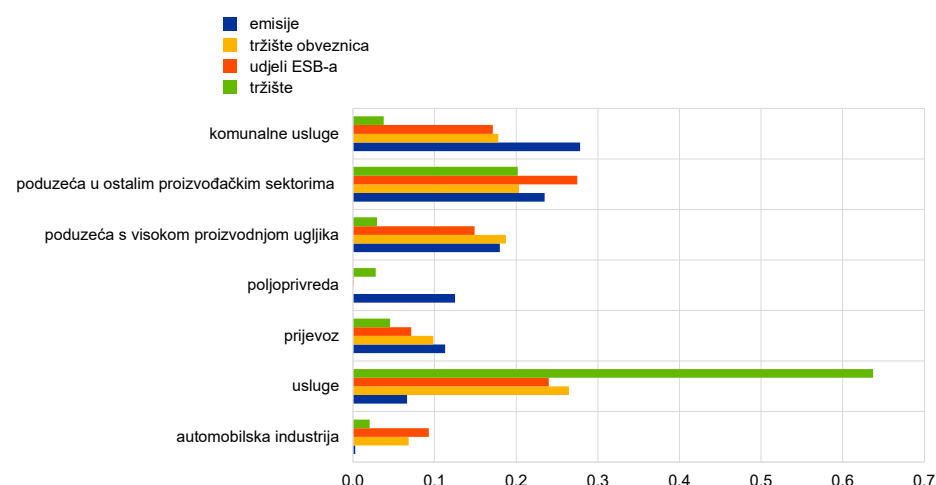
pridonosi kontinuiranoj raspravi o tome treba li ESB odstupiti od načela „tržišne neutralnosti”, pri čemu sastav imovine u njegovu korporativnom portfelju odražava obvezničko tržište, prema pristupu koji je usmjeren na zrcaljenje realnoga gospodarstva i tako preusmjeriti svoje kupnje prema poduzećima u zelenijim sektorima.

Još jedno područje istraživanja bavi se odnosom između financijskih tržišta i klimatskih promjena. Jedna je studija pokazala da su patentirane inovacije niskougljičnih tehnologija u EU-u niže nego u odabranim usporedivim državama i da su vrlo heterogene među državama članicama.¹¹¹ Velik dio tog odstupanja objašnjava se ulaganjem u istraživanje i razvoj te općenito ulaganjem u početnoj fazi. Ti nalazi upućuju na izazove s kojima se EU suočio u podupiranju razvoja tehnologija za ublažavanje klimatskih promjena, s obzirom na to da je ukupna potrošnja za istraživanje i razvoj niža od one iz preporuka iz Lisabonskog programa. Studijom se zagovaraju fiskalne i monetarne politike kojima se podupiru tržišta poduzetničkog kapitala te ulaganja u istraživanje i razvoj zelenih tehnologija.

Grafikon 8.1.

Udjeli gospodarskih sektora u ESB-ovu CSPP-u

(udio sektora u ukupnom obujmu)



Izvor: Papoutsis, M., Piazzesi, M. i Schneider, M., „How unconventional is green monetary policy?”, *Working Paper Series*, ESB, u pripremi

Napomene: Grafikon pokazuje udjele gospodarskih sektora u ukupnom gospodarstvu i na tržištu obveznica, zajedno sa sektorskim udjelima obveznica prihvatljivih za CSPP i sektorskim udjelima obveznica koje ESB kupuje u sklopu CSPP-a. Tržišni se udjeli mjere po sektorima kao dohodak od kapitala, tj. dodana vrijednost bez troška rada. Udjeli na tržištu obveznica odražavaju ukupni nepodmireni iznos izdanih obveznica. Udjeli prihvatljivi za CSPP odnose se na obveznice koje ispunjavaju kriterije za uključivanje u CSPP. S obzirom na njihov sastav svi su sektorski udjeli svedeni na jedan.

8.2. Druge istraživačke mreže

Završen je rad istraživačke radne skupine za monetarnu politiku, makrobonitetnu politiku i financijsku stabilnost.

U 2021. završen je rad istraživačke radne skupine za monetarnu politiku, makrobonitetnu politiku i financijsku stabilnost. Istraživanje je rezultiralo nizom analitičkih nalaza i implikacijama za politike glede odnosa između monetarne politike i makrobonitetne politike. Primjerice, radna skupina analizirala je kompromise

¹¹¹ Aghion, P., Boneva, L., Breckenfelder, J., Laeven, L., Olovsson, C., Popov, A. i Rancoita E., „Financial markets and “green” innovation”, *Discussion Paper Series*, ESB, u pripremi.

između podupiranja ponude kredita gospodarstvu i rizika za financijsku stabilnost. Premda makrobonitetne politike koje ograničavaju sistemski rizik štite od velikih financijskih recesija, one mogu imati negativan učinak ograničavanjem dostupnosti kredita produktivnim gospodarskim aktivnostima tijekom razdoblja gospodarske ekspanzije. Instrumenti monetarne politike, iako su ključni za podupiranje sposobnosti banaka za posredovanje, također bi mogli imati neželjene posljedice zbog povećane spremnosti banaka da preuzimaju rizik.

Točnost kalibracije instrumenata radi jačanja otpornosti financijskog sektora morala bi uzeti u obzir te kompromise jer financijska pouzdanost bankovnog sustava utječe na transmisiju monetarne politike.

U sklopu PRISMA-e ispitana je heterogenost inflacije među skupinama dohodaka kućanstava.

Mreža za analizu određivanja cijena na temelju mikropodataka (PRISMA) proučava ponašanje pojedinih poduzeća pri određivanju cijena i ponašanje pri određivanju cijena u maloprodajnom sektoru na temelju mikropodataka o cijenama. Mreža je u 2021. analizirala heterogenost inflacije među kućanstvima koja proizlazi iz regionalnih okvira i razlika u potrošačkim košaricama kućanstava.

U jednoj od njezinih studija ispitana je uloga heterogenosti inflacije među skupinama dohodaka kućanstava. Utvrđene su izražene razlike u stopama inflacije s kojima se suočavaju pojedina kućanstva, uglavnom zbog idiosinkrastičnog izbora proizvoda unutar kategorija proizvoda. Kućanstva u skupini niskog dohotka prosječno su se suočavala s malo višom inflacijom u proteklom desetljeću. Međutim, razlike su male i razlikuju se među državama i tijekom vremena. U drugoj je studiji zaključeno da su stope inflacije s kojima se suočavaju kućanstva u skupini visokog dohotka osjetljivije na monetarnu politiku.

Mreža za financije i potrošnju kućanstava započela je s prikupljanjem podataka za novi val redovite ankete u 2021.

Mreža za financije i potrošnju kućanstava započela je s prikupljanjem podataka za novi val redovite ankete u 2021. Istraživanjem, koje je počivalo na anketi, zaključeno je da je ESB-ov program kupnje vrijednosnih papira znatno smanjio stopu nezaposlenosti u donjem dijelu distribucije dohotka. U drugim istraživanjima proučavane su implikacije heterogenosti kućanstava za transmisiju monetarne politike, akumulaciju stambenog i hipotekarnog duga te ponašanje vlasnika nekretnina pri zaduživanju.

Redovite istraživačke mreže nastavile su s koordiniranjem istraživačkih napora unutar ESSB-a

Redovite istraživačke mreže nastavile su s koordiniranjem istraživačkih napora u okviru ESSB-a i održavanjem odnosa s akademskim istraživačima. Naime, tri su istraživačke grupe ESSB-a iz područja „monetarne ekonomije”, „međunarodne makroekonomije, fiskalne politike, ekonomije rada, konkurentnosti i upravljanja EMU-om” i „financijske stabilnosti, makrobonitetne regulative i mikrobonitetnog nadzora” organizirale radionice o najvažnijim pitanjima u tim područjima, djelomično povezanim s pandemijom. Istraživanja su, primjerice, pokazala da je otpuštanjem makrobonitetnih zaštitnih slojeva dana potpora odobravanju kredita kućanstvima. U još jednoj grupnoj radionici raspravljalo se o srednjoročnim posljedicama pandemije bolesti COVID-19 na učinke preraspodjele u trgovini i na tržištima rada.

8.3. Konferencije i publikacije

Interakcija s akademskom zajednicom bila je i nadalje donekle ograničena pandemijom...

Interakcija s akademskom zajednicom bila je i nadalje donekle ograničena pandemijom. Premda je većina redovitih konferencija i savjetovanja održana kao mrežni događaj, mnoge od njih bile su manjeg obujma nego prethodnih godina, uključujući Forum ESB-a o središnjem bankarstvu, Godišnju istraživačku konferenciju ESB-a i Konferenciju ESB-a o monetarnoj politici. Na tim konferencijama raspravljalo se o dugoročnijim posljedicama bolesti COVID-19 i opcijama za odgovor politike, ali su se bavile i inovativnim istraživanjem u vezi s transmisijom monetarne politike i strukturama financijskih tržišta. Među ostalim konferencijama u ESB-u je organiziran i prvi Simpozij CEPR-a, EBRD-a i ESB-a pod nazivom „Climate change, finance and green growth”, na kojem su se okupili tvorci politika i akademici iz područja ekonomije i klimatologije, a na 11. konferenciji ESB-a o tehnikama prognoziranja govorilo se o metodama prognoziranja u neobičnim vremenima.

...iako je izdavačka aktivnost ostala snažna.

U seriji Istraživački radovi ESB-a u 2021. godini objavljeno je ukupno 126 radova čiji su autori zaposlenici ESB-a. Osim toga, u ESB-ovim serijama Povremeni radovi, Statistički radovi i Rasprave objavljene su studije više usmjerene na politike ili metodološke studije. Među ostalim, u seriji Povremeni radovi u 2021. objavljen je i niz studija radnih podskupina u okviru preispitivanja strategije ESB-a. Mnoge su istraživačke aktivnosti ESB-a također rezultirale njihovom objavom u poznatim znanstvenim časopisima, a 14 članaka objavljeno je u Istraživačkom biltenu ESB-a, koji je namijenjen široj publici.

Okvir 10.

Fiskalna potpora tijekom pandemije – saznanja iz nove ESB-ove ankete o očekivanjima potrošača

Pandemija bolesti COVID-19 imala je vrlo raznolik gospodarski i financijski utjecaj na privatna kućanstva i potrošače ovisno o njihovoj osobnoj i ekonomskoj situaciji.¹¹² Opće je poznato da se potreba kućanstava za financijskom potporom razlikovala među zemljama, gospodarskim sektorima, vrsti zaposlenosti i demografskim obilježjima, kao što su obitelj i roditeljski status.

Taj različit utjecaj pandemije stvarao je snažan izazov za ciljano i učinkovito usmjeravanje fiskalne potpore. Nacionalne vlade europodručja dale su kućanstvima opsežnu financijsku potporu u različitim oblicima. Mjere su se kretale u rasponu od tradicionalnih odredaba o socijalnom osiguranju, kao što su automatski stabilizatori i postojeći programi socijalne skrbi, do posebnih dohodovnih potpora zbog pandemije, uključujući pružanje potpore u naravi (primjerice, povećanje potpore za skrb o djeci). Usto, vlade su neizravno pružale potporu kućanstvima putem subvencija poduzećima, kao što su izravne subvencije za zapošljavanje, jamstva za kredite i moratoriji.

Tijekom 2021. nova ESB-ova anketa o očekivanjima potrošača (CES) pokazala se vrijednim izvorom informacija za praćenje gospodarskih učinaka tih intervencija politike. Intervjui u sklopu CES-a, na osnovi reprezentativnih uzoraka privatnih kućanstava u šest najvećih gospodarstava europodručja (Belgija, Njemačka, Španjolska, Francuska, Italija i Nizozemska), obavljani su na

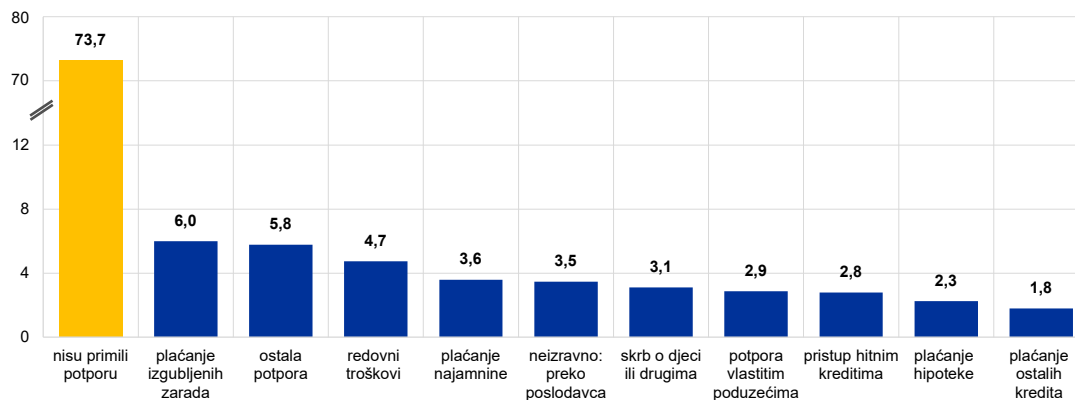
¹¹² Vidi Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. i Kenny, G., „How has the COVID-19 crisis affected different households' consumption in the euro area?”, *Istraživački bilten*, br. 84, ESB, 31. svibnja 2021.

daljinu i na mjesečnoj osnovi, čime su na vrijeme ponuđeni međunarodno usporedivi podatci. Anketa je pokrenuta u svojoj pilot-fazi u siječnju 2020., a u drugoj polovini 2021. ušla je u fazu daljnjeg razvoja, koji je nastavljen 2022. U toj fazi uvest će se veći uzorak i šira pokrivenost država kojom će se obuhvatiti još pet država europodručja.

Grafikon A

Vrste državnih potpora povezanih s pandemijom u 2020.

(postotci ispitanika koji su naveli da su primili potporu, prema vrsti)



Izvor: CES-ovi podatci prikupljeni u prosincu 2020.

Napomene: Ponderirani agregati. Od ispitanika se tražilo da odgovore na pitanje: „Kao odgovor na izbijanje pandemije bolesti COVID-19 vlade uvode politike za potporu kućanstvima, radnicima i poduzećima. Molim vas navedite je li vaše kućanstvo od siječnja 2020. primilo takvu potporu u bilo kojem od sljedećih oblika.“ Ispitanici su mogli odabrati više odgovora iz popisa mjera izravne i neizravne potpore, što je prikazano na horizontalnoj osi u grafikonu.

CES je omogućio procjenu načina na koji je državna potpora raspoređena među pojedinim kućanstvima, vrstama raspoložive potpore te percepcije kućanstava glede ovih fiskalnih intervencija. CES je, primjerice, pokazao da su intervencije bile vrlo ciljane i da su pružale potporu kućanstvima kojima je najviše potrebna. Kao što se vidi na Grafikonu A, malo manje od 30 % kućanstava europodručja navelo je da su primili neki oblik državne potpore, dok su ostala kućanstva navela da nisu primila potporu. Osim toga, kućanstva iz dvaju najnižih kvintila dohotka imala su znatno veći udio ispitanika koji su primili potporu.¹¹³ Najznačajnija vrsta potpore odnosila se na plaćanje izgubljenih zarada s osnove zasnivanja radnog odnosa, koje je primilo oko 6 % CES-ovih ispitanika.

Nadalje, CES je zatražio od kućanstava da navedu svoju percepciju adekvatnosti mjera fiskalne potpore u odnosu na vlastitu financijsku situaciju, bez obzira na to jesu li primila takvu potporu u bilo kojem obliku. Rezultati upućuju na pozitivnu vezu između takvih percepcija i potrošnje kućanstava, kao što je, primjerice, prikazano u Grafikonu B za potrošnju na paket-aranžmane i netrajne proizvode za široku potrošnju. Štoviše, istraživanje zasnovano na CES-ovim podacima također upućuje na to da takve percepcije mogu biti važan činitelj stabiliziranja potrošnje. Kućanstva koja smatraju da su intervencije vlade adekvatne sklonija su većoj potrošnji, osobito na velike stavke kao što su paket-aranžmani i automobili, što odražava optimističnija stajališta o izgledima za dohodak, budućem pristupu kreditima i financijskoj dobrobiti.¹¹⁴ Ipak, takav obrazac utvrđen je i za kućanstva

¹¹³ Vidi i Lane, P., „[Expectations surveys: a tool for research and monetary policy](#)”, uvodna izjava na drugoj zajedničkoj konferenciji Europske središnje banke i Banke federalnih rezervi New Yorka, 11. studenoga 2021.

¹¹⁴ Vidi Georgarakos, D. i Kenny, G., „Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey”, rad predstavljen na drugoj zajedničkoj konferenciji Europske središnje banke i Banke federalnih rezervi New Yorka u vezi s „[Expectations surveys: a tool for research and monetary policy](#)”, 11. studenoga 2021.

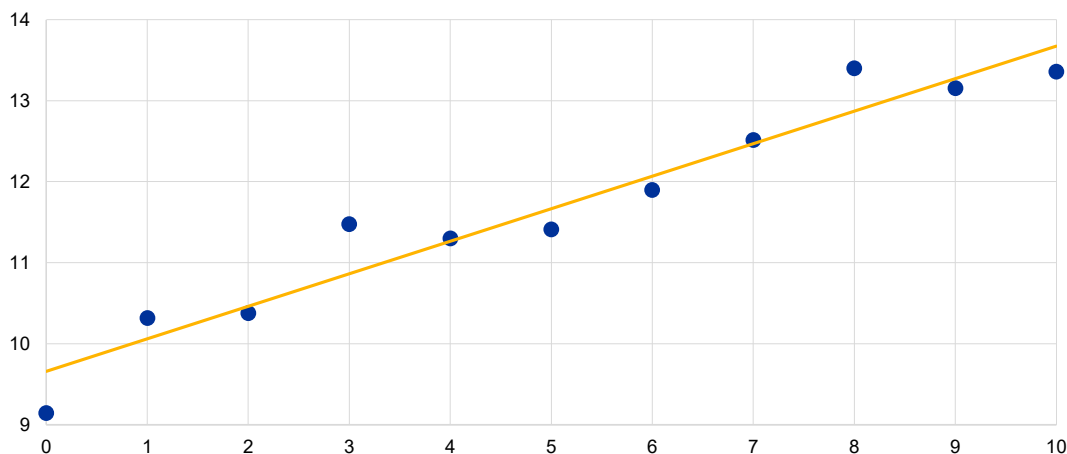
koja nisu primila državnu potporu, što upućuje na to da fiskalne intervencije mogu imati šire posljedice u smislu da utječu na ponašanje svih kućanstava, a ne samo na ponašanje ciljanih ili stvarnih primatelja.

Grafikon B

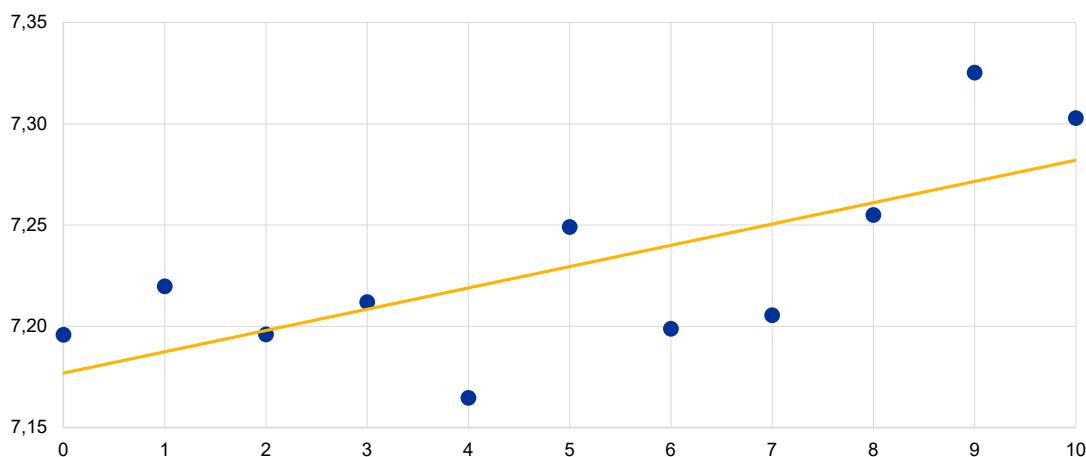
Percepcija adekvatnosti državnih potpora povezanih s pandemijom i potrošnje

(os x: prosječna percipirana adekvatnost u rasponu od 0 – „vrlo loša“ do 10 – „vrlo dobra“, os y: panel a) postotak ispitanika koji su kupili paket-aranžmana u posljednjih mjesec dana i panel b) log potrošnje netrajnih proizvoda za široku potrošnju u posljednjih mjesec dana)

a) kupnja paket-aranžmana i percipirana adekvatnost



b) potrošnja netrajnih proizvoda za široku potrošnju i percipirana adekvatnost



Izvor: CES

Napomene: Od ispitanika se tražilo da odgovore na pitanje „Vlade poduzimaju mjere financijske potpore kao odgovor na izbijanje pandemije bolesti (COVID-19). Kako ocjenjujete adekvatnost tih mjera za financijsku situaciju u vašem kućanstvu?“ te da daju odgovor koji se kreće između 0 (vrlo loša) do 10 (vrlo dobra). Ukupna potrošnja netrajnih proizvoda za široku potrošnju dobivena je iz sljedećih tromjesečnih pitanja o potrošnji kućanstava u posljednjih mjesec dana: „Tijekom <posljednjih mjesec dana>, koliko je vaše kućanstvo potrošilo na robu i usluge u odnosu na pojedinačne komponente navedene u nastavku?“ Od ispitanika je također na mjesečnoj osnovi bilo zatraženo da odgovore na slično pitanje o kupnji velikih proizvoda (primjerice, paket-aranžmana) u posljednjih 30 dana: „Što ste od navedenoga kupili u posljednjih 30 dana? Molimo odaberite sve što se na vas odnosi.“ Posljednji podatci odnose se na listopad 2021.

9. Pravni poslovi i obveze

U ovom poglavlju govori se o nadležnosti Suda Europske unije glede ESB-a te ono sadržava informacije o mišljenjima ESB-a i slučajevima neispunjavanja obveze savjetovanja s ESB-om o prijedlozima propisa iz područja nadležnosti ESB-a kao i o izvješćima o ESB-ovu praćenju poštivanja zabrane monetarnog financiranja i povlaštenog pristupa.

9.1. Nadležnost Suda Europske unije glede ESB-a

Sud Europske unije ojačao je položaj guvernera nacionalnih središnjih banaka u okviru Protokola o povlasticama i imunitetima Europske unije.

Sud Europske unije, zasjedajući u velikom vijeću, protumačio je 30. studenoga 2021. Protokol (br. 7) o povlasticama i imunitetima Europske unije prvi put u vezi s guvernerima nacionalnih središnjih banaka država članica. Zahtjev za prethodnu odluku upućen je u okviru kaznenog postupka pokrenutog protiv nekadašnjega guvernera središnje banke Latvijas Banka zbog kaznenog djela korupcije i pranja novca (predmet C-3/20). Ova je presuda važna s nekoliko stajališta. Prvo, Sud Europske unije pojasnio je da guverneri nacionalnih središnjih banaka uživaju imunitet od sudskih postupaka za radnje koje obavljaju u službenom svojstvu člana tijela ESB-a, slično dužnosnicima i ostalim službenicima Unije. Sud je ponovio da položaj guvernera nacionalne središnje banke obilježava funkcija dvostrukoga karaktera iz koje proizlazi dvojaki status – nacionalnog tijela i člana tijela ESB-a (vidi također spojene predmete C 202/18 i C 238/18, Rimšēvičs i ESB protiv Republike Latvije). Kao drugo, imunitet od sudskih postupaka nije ograničen na sudske postupke, već može uključivati i kaznene istrage. Treće, ako nacionalno tijelo u bilo kojoj fazi kaznenih istraga utvrdi da postoji mogućnost da je predmetnu radnju izvršio guverner nacionalne središnje banke u svojem službenom svojstvu člana tijela ESB-a, mora se savjetovati s ESB-om. Ako ESB smatra da su te radnje doista provedene u takvom svojstvu, nacionalno tijelo mora od ESB-a zatražiti ukidanje imuniteta guvernera nacionalne središnje banke. ESB tada sam treba procijeniti je li takvo ukidanje imuniteta suprotno interesima Unije. Četvrto, radnje prijave, korupcije i pranja novca izvan su granica dužnosti člana tijela ESB-a. Peto, dokazi dobiveni u kaznenim istragama protiv guvernera nacionalne središnje banke koji je obuhvaćen imunitetom mogu se rabiti u kaznenim postupcima protiv istoga guvernera u vezi s radnjama koje nisu obuhvaćene imunitetom ili protiv drugih osoba. Zlonamjerne kaznene istrage ili postupci za radnje koje nisu obuhvaćene imunitetom protivne su načelu lojalne suradnje.

Sud Europske unije složio se s ESB-om da je ESB-ova procjena o propadanju ili vjerojatnosti propasti pripremni akt u postupku sanacije i da stoga ne podliježe odvojenom sudskom nadzoru.

Sud Europske unije donio je 6. svibnja 2021. presudu povodom žalbe u vezi s dopuštenošću tužbe za poništenjem procjene da kreditna institucija propada ili je vjerojatno da će propasti na temelju članka 18. stavka 1. točke (a) Uredbe br. 806/2014 (spojeni predmeti C-551/19 P i C-552/19 P, ABLV Bank AS i dr. protiv ESB-a). Procjena o propadanju ili vjerojatoj propasti korak je u postupku sanacije predviđen člankom 18. te Uredbe, na temelju kojeg donošenje sanacijskog programa podliježe trima kumulativnim uvjetima, koji su: (1) kreditna institucija propada ili je vjerojatno da će propasti, (2) nije razumno očekivati da bi bilo koje alternativne mjere

mogle spriječiti njezino propadanje u razumnom roku i (3) sanacijske mjere nužne su radi javnog interesa. ESB ili Jedinstveni sanacijski odbor (SRB) procjenjuju prvi uvjet, a procjenu drugog i trećeg uvjeta provodi SRB.

Sud Europske unije potvrdio je zaključak Općeg suda u njegovim rješenjima u predmetima T-281/18 i T-283/18 da se tužbe za poništenje ESB-ove procjene da kreditna institucija propada ili je vjerojatno da će propasti odbacuju kao neosnovane. Sud je prihvatio ESB-ovu argumentaciju i podsjetio da su procjene o propadanju ili vjerojatoj propasti pripremne mjere u postupku sanacije. One nemaju obvezujući pravni učinak koji bi mogao dovesti do bitne promjene pravnog položaja kreditne institucije. Prema Sudu, postupak sanacije treba smatrati „složenim upravnim postupkom koji uključuje više tijela i čiji samo konačni rezultat, koji proizlazi iz SRB-ova izvršavanja svojih ovlasti, može biti predmet sudskog nadzora” pred sudovima Unije. ESB-ova procjena o propadanju ili vjerojatoj propasti stoga ne podliježe zasebnom sudskom nadzoru, no može se podvrgnuti incidentalnom nadzoru u sklopu sudskih postupaka protiv odluke SRB-a o okončanju postupka na temelju članka 18. Uredbe br. 806/2014.

9.2. Mišljenja ESB-a i slučajevi neispunjavanja obveza

Člankom 127. stavkom 4. i člankom 282. stavkom 5. Ugovora o funkcioniranju Europske unije propisuje se savjetovanje s ESB-om o svim predloženim aktima EU-a i o svim prijedlozima propisa na nacionalnoj razini iz područja nadležnosti ESB-a. Sva mišljenja ESB-a objavljuju se na [EUR-Lexu](#). Mišljenja ESB-a o predloženim aktima EU-a objavljuju se i u Službenom listu Europske unije. ESB je 2021. donio osam mišljenja o predloženim aktima Unije i 32 mišljenja o prijedlozima propisa na nacionalnoj razini iz svojeg područja nadležnosti.

Jasni i važni slučajevi propuštanja savjetovanja

Tri slučaja neispunjavanja obveze savjetovanja s ESB-om o prijedlozima propisa¹¹⁵ odnose se na nacionalno pravo. Prvi se slučaj odnosio na izmjenu litavskog zakona o radu kojom se zahtijeva da se primici i druge isplate u vezi s radom uplaćuju na bankovni račun koji odredi zaposlenik. U skladu s prijašnjim mišljenjima ESB-a, gdje se tražilo ispunjavanje zahtjeva u vezi s proporcionalnošću, ovaj se slučaj smatrao jasnim i važnim zbog njegova mogućega ograničavajućeg učinka, među ostalim, na sredstva plaćanja u Litvi. Drugi se slučaj odnosio na izmjenu poljskog zakona o porezu na osobni dohodak kojim su, među ostalim, uvedena određena ograničenja gotovinskih plaćanja za potrošače i poduzeća. U skladu s prijašnjim mišljenjima ESB-a ovaj se slučaj smatrao jasnim i važnim zbog njegova mogućega ograničavajućeg učinka, među ostalim, na sredstva plaćanja u Poljskoj. Treći slučaj odnosio se na španjolski zakon o mjerama za sprječavanje i borbu protiv fiskalnih prijevара, kojim je uvedeno ograničenje od 1000 eura na gotovinska plaćanja fizičkih osoba, koje ne djeluju u profesionalnom ili poslovnom svojstvu i koje su porezni rezidenti u Španjolskoj, subjektima koji djeluju u profesionalnom ili poslovnom

¹¹⁵ Slučajevi neispunjavanja obveza obuhvaćaju: (1) slučajeve kada nacionalno tijelo propusti podnijeti prijedlog zakonskih odredaba iz područja nadležnosti ESB-a na savjetovanje s ESB-om i (2) slučajeve kada se ono formalno savjetovalo s ESB-om, ali nije ESB-u dalo dovoljno vremena da ispita prijedlog zakonskih odredaba i donese svoje mišljenje prije njihova donošenja.

svojstvu. U skladu s prijašnjim mišljenjima ESB-a taj se slučaj smatrao jasnim i važnim zbog njegova mogućega nepovoljnog učinka na sustav gotovinskog plaćanja u Španjolskoj.

ESB je donio mišljenja o predloženim aktima EU-a.

ESB je donio sedam mišljenja o prijedlozima EU-a o inovacijama u području digitalnog financiranja, zelenog financiranja i umjetne inteligencije. Ta su se mišljenja odnosila na regulaciju kryptoimovine, kibersigurnost i digitalnu operativnu otpornost financijskog sektora, pilot-režim za tržišne infrastrukture temeljene na tehnologiji decentraliziranog vođenja evidencije transakcija, korporativno izvještavanje o održivosti i zelene obveznice te sustave umjetne inteligencije koje nude i rabe kreditne institucije. Spomenuta mišljenja sadržavaju dalekosežna opažanja u vezi s implikacijama tih inovacija za monetarnu politiku, tržišne infrastrukture i plaćanja, bonitetni nadzor kreditnih institucija i financijsku stabilnost. ESB je donio i mišljenje u kojemu izražava oprez u odnosu na prijedlog EU-a kojim se zahtijeva primjena referentnih tečajeva eura koje je ESB objavio u uslugama konverzije valuta.

ESB je donio mišljenja o prijedlozima propisa na nacionalnoj razini.

ESB je donio nekoliko mišljenja o pitanjima povezanim s valutama i sredstvima plaćanja, uključujući izdavanje i optjecaj euronovčanica i eurokovanica u Latviji, obvezu prihvaćanja gotovinskih plaćanja u Danskoj i Poljskoj, zaštitu euronovčanica i eurokovanica od krivotvorenja u Irskoj i pravila zaokruživanja za plaćanja u euro centima u Slovačkoj.

ESB je donio nekoliko mišljenja o prijedlozima propisa na nacionalnoj razini koji se odnose na reguliranje i nadzor platnih sustava i/ili sustava namire vrijednosnih papira u Italiji, Latviji, Litvi i Mađarskoj.

ESB je donio više mišljenja o prijedlozima propisa na nacionalnoj razini koji se odnose na nacionalne središnje banke, uključujući o novim zadaćama središnje banke Banco de España u vezi s nadzorom nad pokrivenim obveznicama koje izdaju kreditne institucije i usklađenošću korisnika platnih usluga sa zahtjevima jedinstvenog područja plaćanja u eurima (SEPA), usklađenosti statuta središnje banke Българска народна банка (Bugarska narodna banka) sa zahtjevima za neovisnost središnje banke, znatnoj reformi središnje banke Latvijas Banka kojom se posuvremenjuje njezina upravljačka struktura i predviđa uključivanje nadzornih i sanacijskih funkcija u središnju banku, odgovornosti središnje banke Eesti Pank za estonsko tijelo za nadzor financijskih usluga (Finantsinspektsioon), potrebi da se nacionalne središnje banke remuneriraju u skladu sa zabranom monetarnog financiranja za obavljanje zadaća vlade, kao što su nova zadaća središnje banke Central Bank of Cyprus u vezi s pripremljenošću za nacionalnu obranu, zadaće središnje banke Central Bank of Ireland u vezi s kovanicama i zadaće središnje banke Oesterreichische Nationalbank u vezi s austrijskim savjetodavnim vijećem za fiskalna pitanja (Fiskrat), utvrđivanju mandata ekološke održivosti za središnju banku Magyar Nemzeti Bank, poticanju mađarskih vlasti da središnjoj banci Magyar Nemzeti Bank ne dodijele zadaću davanja kredita za povećanje energetske učinkovitosti izravno potrošačima, poštivanju zabrane monetarnog financiranja središnje banke Narodowy Bank Polski glede kreditiranja poljskog fonda za osiguranje depozita, jačanju pravne sigurnosti poslova kreditiranja središnje banke Narodowy Bank Polski, usklađenosti s odredbama Ugovora novih zadaća pripreme plana hitnih mjera središnje banke Central Bank of Cyprus, poštivanju zabrane

monetarnog financiranja glede doprinosa središnjih banaka Banca d'Italia i Oesterreichische Nationalbank povezanih sa sudjelovanjem Italije i Austrije u MMF-ovim programima, prijedlogu da središnja banka Banka Slovenije nadzire usklađenost kreditnih institucija u vezi s restrukturiranjem kredita u švicarskim francima, sudjelovanju središnje banke Central Bank of Cyprus u praćenju sustava jamstava ciparske vlade za kreditne institucije tijekom pandemije bolesti COVID-19, utjecaju zahtjeva glede slobode informiranja na središnju banku Oesterreichische Nationalbank i minimalnoj obveznoj pričuvu središnje banke Narodowy Bank Polski.

ESB je donio nekoliko mišljenja o prijedlozima propisa na nacionalnoj razini koji se odnose na statistička pitanja, uključujući podatke multinacionalnih skupina poduzeća u Njemačkoj, uspostavu nacionalnoga identifikacijskog broja poduzeća i registra osnovnih podataka o poduzećima u Njemačkoj, prikupljanje statističkih podataka o prekograničnim uslugama u Austriji, prikupljanje statističkih podataka u Latviji i izvještavanje o podacima povezanim s kreditima u Belgiji.

ESB je donio nekoliko mišljenja o prijedlozima propisa na nacionalnoj razini koji se odnose na bonitetni nadzor kreditnih institucija, uključujući o utjecaju zahtjeva glede slobode informiranja u Austriji, utjecaju okvira za transparentnost ugovora koji uključuju korištenje javnih sredstava u Portugalu za zaštitu povjerljivih nadzornih informacija, odgođenoj poreznoj imovini grčkih kreditnih institucija, osnivanju estonske kreditne institucije s inicijalnim kapitalom u iznosu od 1 do 5 mil. EUR, usklađenosti državne revizije estonskog tijela za nadzor financijskih usluga s neovisnošću koja je specifična za nadzor banaka, izdavanju odobrenja finskim i španjolskim kreditnim institucijama za izdavanje pokrivenih obveznica, rokovima u kojima estonsko tijelo za nadzor financijskih usluga ili ESB provode procjene prikladnosti članova upravljačkog tijela i nositelja ključnih funkcija estonskih kreditnih institucija, nadzoru nad sporazumima o eksternalizaciji koje su sklopile njemačke kreditne institucije, uvođenju novih razloga za pokretanje postupka oduzimanja odobrenja za pružanje bankovnih usluga slovenskih kreditnih institucija i priznavanju konačnog netiranja kao smanjenja rizika za kreditne institucije na temelju latvijskog zakonodavstva.

ESB je donio nekoliko mišljenja o prijedlozima propisa na nacionalnoj razini koji se odnose na financijsku stabilnost, uključujući o sudjelovanju grčkog Fonda za financijsku stabilnost u povećanju kapitala grčkih kreditnih institucija u svrhe različite od preventivne dokapitalizacije ili sanacije, makrobonitetnoj ovlasti i alatima središnje banke Latvijas Banka, restrukturiranju kredita u švicarskim francima u Sloveniji, reguliranju neusklađenosti dospijuća mađarskih kredita i provedivosti sporazuma o konačnom netiranju u Latviji.

9.3. Poštivanje zabrane monetarnog financiranja i povlaštenog pristupa

U skladu s člankom 271. točkom (d) Ugovora o funkcioniranju Europske unije ESB-u je povjerena zadaća da prati poštuju li nacionalne središnje banke EU-a zabrane iz članaka 123. i 124. Ugovora i uredaba Vijeća (EZ) br. 3603/93 i 3604/93. Člankom

123. zabranjuje se ESB-u i nacionalnim središnjim bankama da odobravaju prekoračenja po računu ili sve druge vrste kredita državama i institucijama ili tijelima EU-a i da kupuju dužničke instrumente na primarnom tržištu koje su te institucije izdale. Člankom 124. zabranjuje se svaka mjera koja se ne zasniva na načelima stabilnoga i sigurnog poslovanja, kojom se državama i institucijama ili tijelima EU-a omogućuje povlašten pristup financijskim institucijama. Zajedno s ESB-ovim Upravnim vijećem Europska komisija prati poštuju li države članice navedene odredbe.

ESB također prati kupnju dužničkih instrumenata od strane središnjih banaka EU-a na sekundarnom tržištu koje izdaje domaći javni sektor, javni sektor drugih država članica te institucije i tijela EU-a. U skladu s uvodnim izjavama Uredbe Vijeća (EZ) br. 3603/93, stjecanje dužničkih instrumenata javnog sektora na sekundarnom tržištu ne smije se upotrebljavati kako bi se zaobišao cilj članka 123. Ugovora. Takva kupnja ne smije postati oblik neizravnoga monetarnog financiranja javnog sektora.

Zabrane iz članaka 123. i 124.
Ugovora uglavnom su poštivane.

ESB-ovo praćenje poštivanja u 2021. potvrdilo je da su članci 123. i 124. Ugovora uglavnom poštivani.

ESB će nastaviti pratiti uključenost središnje banke Magyar Nemzeti Bank u Budapest Stock Exchange jer se kupnja većinskog udjela u Budapest Stock Exchange od strane Magyar Nemzeti Bank u 2015. i nadalje može smatrati otvaranjem pitanja u vezi s monetarnim financiranjem.

Smanjenje imovine povezane s Irish Bank Resolution Corporation od strane irske središnje banke tijekom 2021. putem prodaje dugoročnih obveznica s promjenjivom kamatnom stopom važan je korak u smjeru potrebnoga potpunog rješavanja pitanja te imovine. Nastavak prodaje odgovarajućom dinamikom dodatno bi ublažio trajna i ozbiljna pitanja monetarnog financiranja.

Financiranje obveza javnog sektora prema MMF-u od strane nacionalnih središnjih banaka ne smatra se monetarnim financiranjem ako ono rezultira inozemnim potraživanjima koja imaju sva obilježja pričuva. Međutim, financijske donacije nekoliko nacionalnih središnjih banaka, koje su realizirane putem MMF-a radi otpisa dugova najzaduženijih siromašnih zemalja, ne rezultiraju bilo kakvim inozemnim potraživanjima. Ovaj oblik financijskih doprinosa nacionalnih središnjih banaka MMF-ovim inicijativama stoga nije u skladu sa zabranom monetarnog financiranja i zahtijeva korektivne mjere.

10. ESB u kontekstu EU-a i međunarodnom kontekstu

Tijekom 2021. ESB je nastavio bliski dijalog sa svojim europskim i međunarodnim partnerima. ESB-ov odnos s Europskim parlamentom osnova je ESB-ovog okvira odgovornosti. ESB je blisko surađivao s Odborom za ekonomsku i monetarnu politiku Europskog parlamenta (ECON) tijekom cijele godine putem redovitih saslušanja, razmjene pisama i dodatnih sastanaka u sklopu preispitivanja strategije i digitalnog eura. ESB je izvan Europe također konstruktivno sudjelovao u dijalogu s ministarstvima financija i središnjim bankama skupine G-20 te u raspravama u Međunarodnom monetarnom fondu (MMF) koje su važne za središnje banke i u čijem su središtu posebno bili odgovori politike za poticanje globalnog oporavka od pandemije bolesti COVID-19. ESB je također svojim stručnim znanjima i gledištima pridonio zajedničkim stajalištima koje su Europska unija ili države europodručja iznijeli na međunarodnim forumima. Nova MMF-ova opća raspodjela posebnih prava vučenja bila je važan događaj kojim se daje potpora svjetskom gospodarstvu, a Eurosustav je dao svoj doprinos dobrom funkcioniranju dobrovoljnog tržišta za razmjenu posebnih prava vučenja.

10.1. ESB-ova odgovornost

Neovisnost mora biti popraćena razmjernom razinom odgovornosti.

Neovisnost dana ESB-u u Ugovoru o funkcioniranju Europske unije (UFEU) omogućuje mu da ispunjava svoj mandat održavanja stabilnost cijena bez utjecaja politike. Neovisnost mora biti popraćena razmjernom razinom odgovornosti a Ugovorom je određeno da ESB ponajprije odgovara Europskom parlamentu kao tijelu koje čine izabrani predstavnici građana EU-a. Učinkovito ispunjavanje ESB-ovih obveza povezanih s odgovornošću prema Europskom parlamentu bilo je i još uvijek jest od presudne važnosti za ESB. Dvosmjerni dijalog uspostavljen s Europskim parlamentom omogućuje ESB-u da objasni svoje djelovanje predstavnicima građana EU-a i posluša njihove probleme. ESB-ove prakse povezane s odgovornošću razvijale su se na fleksibilan način i nadilaze zahtjeve iz članka 284. stavka 3. UFEU-a. Usto, sudski ih nadzire i Sud Europske unije.

Suradnja s Europskim parlamentom

U 2021. predsjednica ESB-a sudjelovala je na četiri redovita saslušanja ECON-a i na [plenarnoj raspravi](#) o Godišnjem izvješću ESB-a za 2019., koja je održana u veljači. Potpredsjednik je ECON-u u travnju 2021. predstavio [Godišnje izvješće ESB-a za 2020. godinu](#). ESB je objavio svoj [odgovor](#) glede doprinosa koji je Europski parlament dao u sklopu rezolucije o Godišnjem izvješću ESB-a za 2019. godinu. ESB je u 2021. odgovorio i na 46 pisanih pitanja zastupnika Europskog parlamenta.

Osim tih redovitih interakcija, ESB je blisko surađivao i s ECON-om u okviru preispitivanja strategije i digitalnog eura (vidi Okvir 11.). Delegacija ECON-ovih članova sudjelovala je u godišnjem posjetu ESB-u, koji se u veljači 2021. održao u virtualnom obliku. Osim toga, ESB je u svibnju organizirao još jedan virtualni

sastanak s predsjednicom ESB-a i članovima Izvršnog odbora, g. Laneom i g. Panettijem, u okviru događaja „ESB vas sluša“, na temu preispitivanja strategije i digitalnog eura. Nakon najave rezultata preispitivanja strategije 8. srpnja, ESB je također organizirao sastanak s ECON-om kako bi objasnio novu strategiju monetarne politike i odgovorio na pitanja ECON-ovih članova.

Prema najnovijoj [anketi Eurobarometra](#) 79 % ispitanika iz europodručja podržava euro, a 47 % ima povjerenja u ESB.¹¹⁶ To je povećanje obaju pokazatelja u odnosu na njihove razine prije pandemije (jesen 2019.) i pokazuje pozitivno kretanje u usporedbi s epizodama iz prethodne krize. Ta poboljšanja upućuju na to da građani prepoznaju aktivnosti koje ESB poduzima kako bi odgovorio na krizu uzrokovanu pandemijom i osnažio svoje komunikacijske prakse s građanima. ESB će i nadalje ulagati napore u konstruktivan dijalog s Europskim parlamentom i građanima kako bi objasnio svoje odluke i poslušao njihove probleme.

10.2. Međunarodni odnosi

Skupina G-20

ESB se konstruktivno uključivao u inicijative skupine G-20 za rješavanje krize uzrokovane koronavirusom te pitanja povezanih s klimatskim promjena i financijskim sektorom.

Ministri financija i guverneri središnjih banaka skupine G-20 u nekoliko su navrata istaknuli da će se i nadalje služiti svim raspoloživim instrumentima onoliko dugo koliko bude potrebno za odgovor na pandemiju bolesti COVID-19. Kad je riječ o nadolazećem razdoblju, skupina G-20 istaknula je potrebu za sve usmjerenijom potporom orijentiranom na uključiv, digitalni, ekološki i održiv oporavak te je podržala višegodišnji dobrovoljni plan za održivo financiranje. Glede drugih pitanja financijskog sektora, skupina G-20 počela je provoditi plan za poboljšanje prekograničnih plaćanja te je održavala rasprave o digitalnim valutama središnjih banaka i globalnim stabilnim kriptokovanicama. Skupina G-20 također je istaknula da je potrebno povećati otpornost nebankarskog sektora financijskog posredovanja, uključujući novčane fondove, i poduprijeti odgovarajuće programe rada Odbora za financijsku stabilnost. Nadalje, skupina G-20 podržala je važan sporazum u Organizaciji za gospodarsku suradnju i razvoj o međunarodnoj reformi oporezivanja. Kada je riječ o potpori ranjivim državama, skupina G-20 radila je na rješavanju ranjivosti uzrokovanih dugom u skladu sa Zajedničkim okvirom za restrukturiranje duga izvan okvira privremene Inicijative za odgodu otplate duga.

Pitanja politike povezana s MMF-om i međunarodnom financijskom arhitekturom

Nove MMF-ove inicijative za pružanje potpore svom članstvu u rješavanju posljedica pandemije

MMF je i nadalje imao središnju ulogu u odgovoru međunarodne zajednice na pandemiju, a ukupna kreditna potpora koju je pružao od ožujka 2020. obuhvatila je gotovo polovinu članstva, osobito zemlje s niskim dohotkom (LIC). Unatoč širokom

¹¹⁶ Vidi Europska komisija, [Standard Eurobarometer 95 – Spring 2021](#), rujan 2021.

opsegu kreditiranja, MMF-ova sredstva ostala su primjerena, ali se nad njim provodio kontinuirani nadzor. Važan događaj za globalno gospodarstvo u ljeto 2021. bila je opća raspodjela MMF-ovih posebnih prava vučenja, koja je imala povijesne razmjere (vidi Okvir 12.). Na Godišnjem sastanku u 2021. postignut je i opći dogovor o dobrovoljnom usmjeravanju posebnih prava vučenja od članica sa snažnim vanjskim pozicijama u korist zemalja s niskim dohotkom i ranjivih zemalja sa srednjim dohotkom među ostalim i putem novog Fonda za otpornost i održivost, kojim će upravljati MMF i koji će biti uspostavljen i pokrenut u bliskoj budućnosti. Da bi središnje banke ESSB-a mogle pozajmiti posebna prava vučenja Fondu za otpornost i održivost, potrebno je osigurati da posebna prava vučenja imaju pričuveno obilježje, što podrazumijeva dostatnu likvidnost i nizak kreditni rizik potraživanja središnje banke.

S obzirom na utjecaj pandemije na stanje duga u mnogim zemljama, MMF je nastavio s programom rada povezanog s dugom. Skup preporuka sadržanih u [izvješću](#) Radne skupine Odbora za međunarodne odnose ESSB-a o MMF-ovoj ulozi u restrukturiranju državnog duga dao je važan doprinos preispitivanju MMF-ovih politika povezanih s dugom, posebice politika povezanih s akumulacijom dospjelih neplaćenih potraživanja prema inozemnim kreditorima.

Kako se države budu oporavljale od krize, rast će važnost MMF-ova nadzora s obzirom na to da će države tražiti savjete na svom putu prema ekološkom, uključivom i digitalnom oporavku. U tu je svrhu u svibnju 2021. MMF dovršio Sveobuhvatno preispitivanje nadzora i Program procjene financijskog sektora. Također je razvio strategiju za rad na izazovima za politike povezane s klimatskim promjenama. U 2022. MMF će dovršiti preispitivanje svojega Institucionalnog pogleda na liberalizaciju tokova kapitala i upravljanje njima iz 2012. (što omogućuje primjenu mjera upravljanja kapitalnim tokovima u određenim okolnostima).

Okvir 11.

Interakcija s europskim tvorcima politika u vezi s projektom digitalnog eura

Usklađivanje europskih tijela i institucija, s obzirom na njihove mandate i neovisnost, jedan je od ključnih činitelja za uspjeh digitalnog eura. Europski parlament i ostale institucije EU-a pozdravili su rad Eurosustava na digitalnom euru¹¹⁷, a ESB-ova nastojanja da blisko surađuje s tvorcima politika EU-a dovela su do intenzivnije suradnje nakon započinjanja faze istraživanja u projektu digitalnog eura.¹¹⁸ Redovite razmjene mišljenja o pitanjima koja su važna za dizajn i aspektima politike koji su relevantni za digitalni euro i nadalje će osiguravati da se mišljenja Europskog parlamenta i ostalih tvoraca politika uzimaju u obzir u raspravama u Eurosustavu.¹¹⁹ Suzakonodavci Unije odlučivat će o svim potrebnim izmjenama pravnog okvira EU-a na prijedlog Europske komisije.

¹¹⁷ Vidi [izjavu](#) članova sastanka na vrhu država europodručja od 25. ožujka 2021., [sažetak](#) sastanka Euroskupine od 21. svibnja 2021., [zaključke](#) Vijeća Europske unije o komunikaciji Europske komisije o „strategiji za plaćanja malih vrijednosti za EU” od 8. ožujka 2021., [rezoluciju](#) Europskog parlamenta od 10. veljače 2021. o Godišnjem izvješću ESB-a za 2020. i [komunikaciju](#) Europske komisije „Europski gospodarski i financijski sustav: poticanje otvorenosti, snage i otpornosti” od 19. siječnja 2021.

¹¹⁸ Vidi [„Eurosystem launches digital euro project”, priopćenje za javnost](#), ESB, 14. srpnja 2021.

¹¹⁹ Vidi [pismo](#) Fabija Panette Ireni Tinagli, zastupnici u Europskom parlamentu, o odluci Upravnog vijeća ESB-a o započinjanju faze istraživanja u projektu digitalnog eura.

U tijeku je tehnički rad s Europskom komisijom. Od siječnja 2021. službe ESB-a i Europske komisije na tehničkoj razini zajednički preispituju širok raspon politika, pravnih i tehničkih pitanja koja proizlaze iz mogućeg uvođenja digitalnog eura, uzimajući u obzir svoje zadaće i neovisnost iz Ugovora.¹²⁰ Ta se zajednička skupina pokazala kao vrijedan forum za razmjenu i usklađivanje mišljenja o aspektima digitalnog eura.

Tijekom 2021. ESB je s Europskim parlamentom razmijenio mišljenja o digitalnom euru. Član Izvršnog odbora Fabio Panetta u travnju i studenome raspravljao je o aktivnostima ESB-a u vezi s digitalnim eurom s Odborom za ekonomsku i monetarnu politiku (ECON).¹²¹ Redovita saslušanja predsjednice ESB-a, plenarna rasprava o rezoluciji Europskog parlamenta o Godišnjem izvješću ESB-a za 2020. i virtualni posjet članova ECON-a ESB-u pružali su dodatne mogućnosti zastupnicima Europskog parlamenta za upite o projektu digitalnog eura. Osim toga, predsjednica ESB-a podijelila je mišljenja ESB-a o digitalnom euru odgovarajući na nekoliko pisanih pitanja zastupnika Europskog parlamenta.¹²²

Ministri financija europodručja u nekoliko su navrata raspravljali o euru kao digitalnoj valuti. Euroskupina je analizirala digitalni euro u travnju i srpnju 2021., kada je dogovoreno da se redovito vode rasprave Euroskupine o implikacijama digitalnog eura.¹²³ Prva od tih ministarskih rasprava održana je u studenome 2021., a naglasak je stavljen na ciljeve politike i primjenu digitalnog eura u globalnom kontekstu koji su pripremljeni na tehničkim seminarima s državama članicama.¹²⁴

Okvir 12.

Nova raspodjela posebnih prava vučenja iz perspektive Eurosustava

Kako bi se odgovorilo na dugoročnu globalnu potrebu za pričuvcama, povećala globalna likvidnost i pomoglo državama da se bolje uhvate ukoštac s krizom uzrokovanom pandemijom, 23. kolovoza 2021. na snagu je stupila nova opća raspodjela posebnih prava vučenja¹²⁵ Međunarodnoga monetarnog fonda (MMF), u iznosu od oko 650 mlrd. USD. Time je iznos postojećih posebnih prava vučenja uvjerljivo utrostručen. Sve države članice MMF-a, uključujući sve države članice EU-a, dobile su posebna prava vučenja razmjerno svojim uplaćenim kvotama u

¹²⁰ Vidi „[ECB intensifies technical work on digital euro with the European Commission](#)”, *MIP NEWS*, ESB, 19. siječnja 2021.

¹²¹ Vidi Panetta, F., „[A digital euro to meet the expectations of Europeans](#)”, uvodne napomene na Odboru za ekonomsku i monetarnu politiku Europskog parlamenta, Frankfurt na Majni, 14. travnja 2021. i „[Designing a digital euro for the retail payments landscape of tomorrow](#)”, uvodne napomene na Odboru za ekonomsku i monetarnu politiku Europskog parlamenta, Bruxelles, 18. studenoga 2021.

¹²² Vidi [pismo](#) predsjednice ESB-a g. Marcu Zanniju, gđi Francesci Donato, g. Valentinu Grantu i g. Antoniju Mariju Rinaldiju, zastupnicima u Europskom parlamentu od 22. prosinca 2020., [pismo](#) predsjednice ESB-a g. Chrisu MacManusu, zastupniku u Europskom parlamentu od 21. siječnja 2021., [pismo](#) predsjednice ESB-a gđi Juliji Lechanteux, zastupnici u Europskom parlamentu od 5. veljače 2021. i [pismo](#) predsjednice ESB-a g. Gunnaru Becku, zastupniku u Europskom parlamentu od 29. listopada 2021.

¹²³ Vidi napomene i sažetke predsjednika Euroskupine nakon sastanaka Euroskupine održanih 16. travnja 2021. ([napomene](#), [sažetak](#)) i 12. srpnja 2021. ([napomene](#), [sažetak](#)).

¹²⁴ Vidi [napomene](#) i [sažetak](#) predsjednika Euroskupine nakon sastanka Euroskupine održanog 8. studenoga 2021.

¹²⁵ [Posebna prava vučenja](#) su međunarodne pričuve koje je MMF uspostavio 1969. To su potencijalna potraživanja prema slobodno uporabivim valutama članica MMF-a, a njihova se vrijednost zasniva na košarici pet valuta (američkog dolara, eura, kineskog yuan renminbija, japanskog jena, funte sterlinga).

MMF-u. ESB nije primio posebna prava vučenja jer nije član MMF-a. Međutim, budući da je odobreni imatelj posebnih prava vučenja, ESB može njima provoditi transakcije.

Države mogu držati posebna prava vučenja kao dio svojih pričuva ili ih konvertirati u slobodno uporabljive valute. Takva konverzija odvija se uglavnom na tržištu posebnih prava vučenja članica MMF-a koje su dogovorile kupnju i prodaju posebnih prava vučenja te koje su potpisale dobrovoljne aranžmane trgovanja. MMF djeluje kao posrednik između prodavatelja i kupaca posebnih prava vučenja. Dobro funkcioniranje tržišta posebnih prava vučenja podupire cilj nove raspodjele. Stoga su se središnje banke Eurosustava prije stvarne raspodjele dogovorile da će preispitati svoje dobrovoljne aranžmane trgovanja kako bi razmjerno povećale ukupnu sposobnost apsorpcije i prilagodile određena operativna obilježja radi postizanja veće usklađenosti unutar Eurosustava. Nesmetano funkcioniranje dobrovoljnih aranžmana trgovanja također je ključno za učinkovitost Fonda za otpornost i održivost, kojim će upravljati MMF i koji će biti uspostavljen i pokrenut u bliskoj budućnosti.

Na kraju 2021., 35 država članica MMF-a (uključujući 17 država europodručja te Litvu i Estoniju koje su nedavno sklopile dobrovoljne aranžmane trgovanja) i jedan odobreni imatelj (ESB) imali su sklopljene dobrovoljne aranžmane trgovanja, čime je osigurana ukupna sposobnost kupnje¹²⁶ od 240 mlrd. SDR i sposobnost prodaje od 123 mlrd. SDR. Eurosustav tako igra kohezivnu ulogu u globalnim nastojanjima da se poboljša likvidnost i podupre oporavak nakon pandemije.

¹²⁶ Sposobnost prihvaćanja posebnih prava vučenja za prodaju odnosno stjecanje sa stajališta stranke inicijatora.

11. Dobro upravljanje te veća socijalna i okolišna održivost u ESB-u

ESB se u 2021. obvezao na holističko izvještavanje o temama održivosti koje su povezane s okolišnim, socijalnim i upravljačkim čimbenicima i koje su važne za unutarne i vanjske dionike. Zbog toga je započeo rad na proširivanju postojećeg ESB-ova okvira za izvješćivanje o zaštiti okoliša kako bi se njime obuhvatila upravljačka, socijalna i kadrovska pitanja, pri čemu su u obzir uzeti zahtjevi direktive o nefinancijskom izvješćivanju.¹²⁷ U ovom se poglavlju sažima ESB-ov pristup ovim temama koje su utvrđene postupkom procjene značajnosti. Taj je postupak bio ključan za utvrđivanje sadržaja izvješćivanja, ali i kao doprinos budućoj reviziji ESB-ove poslovne strategije s ciljem daljnje integracije održivosti u upravljanje organizacijom.

11.1. Upravljanje održivošću i povezanim utjecajima i rizicima

ESB je 2021. utvrdio ključne teme vezane uz održivost provedbom procjene značajnosti čiji je koordinatorska uloga bila interna radna skupina i kojom su obuhvaćena relevantna područja organizacije. Prvi dio procjene bavio se odabirom tema vezanih uz održivost koje su počivale na postojećim smjernicama vezanima uz održivost, standardima i referentnim vrijednostima kao i na analizi ESB-ova konteksta i očekivanjima relevantnih dionika. Drugi dio procjene obuhvaćao je aktivnu suradnju s internim i vanjskim kolegama, uključujući predstavnike nacionalnih središnjih banaka, europskih institucija i nekih od ključnih vanjskih pružatelja usluga ESB-a.

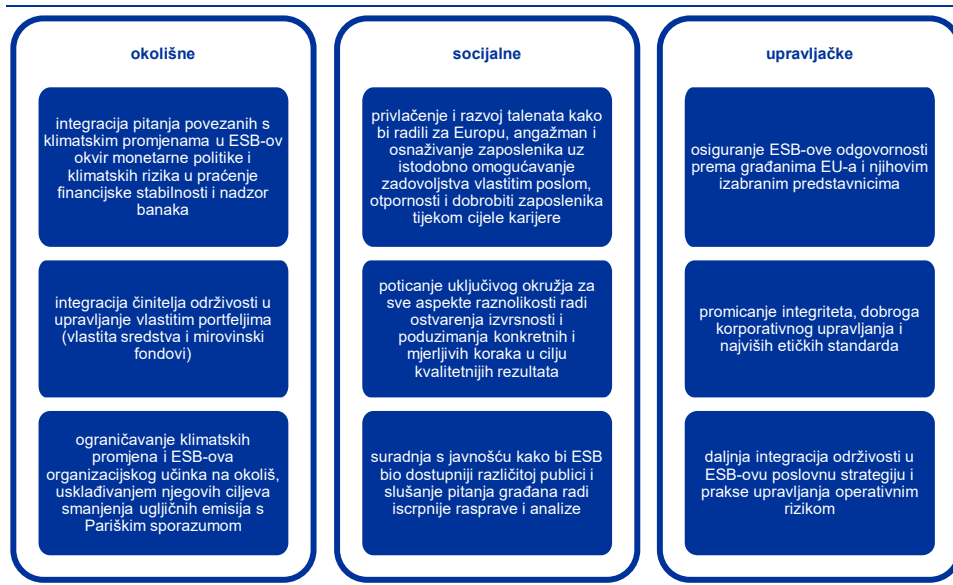
Važnost (tj. značajnost) tema procijenjena je uzimajući u obzir internu i vanjsku perspektivu povezanu s načinom na koji pitanja održivosti utječu na organizaciju te utjecaj organizacije na društvo i okoliš. Utvrđene značajne teme potom su predstavljene Izvršnom odboru i primijenjene pri definiranju ključnih tema za izvješćivanje u okviru Godišnjeg izvješća (vidi Sliku 11.1.).

ESB je 2021. prvi put proveo postupak procjene značajnosti kako bi utvrdio okolišne, socijalne i upravljačke teme ključne za organizaciju.

¹²⁷ [Direktiva 2014/95/EU](#) Europskog parlamenta i Vijeća od 22. listopada 2014. o izmjeni Direktive 2013/34/EU u pogledu objavljivanja nefinancijskih informacija i informacija o raznolikosti određenih velikih poduzeća i grupa (SL L 330, 15.11.2014., str. 1.)

Slika 11.1.

ESB-ove važne teme povezane s održivošću



Izvor: ESB

U okviru upravljanja operativnim rizicima ESB se bavi i rizicima održivosti. Kako je detaljnije opisano u poglavlju o upravljanju rizicima Godišnjih financijskih izvještaja, upravljanje operativnim rizikom čini sastavni dio upravljačke strukture ESB-a.¹²⁸ ESB je uspostavio upravljačke procese koji olakšavaju učinkovito rješavanje svih operativnih rizika, pri čemu su obuhvaćeni i okolišni, socijalni i upravljački rizici i prilike.

Okolišni, socijalni i upravljački rizici i prilike u praksi se, među ostalim, uzimaju u obzir u kontekstu godišnjih postupaka posuvremenjivanja rizika i otpornosti. Ogladaju se u okviru proučavanja okoline s ciljem prepoznavanja nadolazećih trendova koji služe kao ulazne informacije za raspravu s višim rukovodstvom. Uzimaju se u obzir i pri utvrđivanju, procjeni i praćenju operativnih rizika, incidenata i kontrola poslovnih područja, u reakcijama na takve rizike, incidente i kontrole i izvješćivanju o njima u okviru postupaka koji se redovito provode jednom godišnje ili na *ad hoc* osnovi tijekom godine kao dio svakodnevnog upravljanja.

11.2. Jačanje etike i integriteta

ESB aktivno promiče etičku osviještenost svojih zaposlenika

ESB je razvio nove inicijative kao što su Tjedan etičke osviještenosti i Otvoreni dani etike za nove zaposlenike te specijaliziranu obuku kako bi na učinkovitiji i održiviji način upoznao zaposlenike s etičkim pravilima, pri čemu svi novi zaposlenici moraju završiti obavezan program e-učenja pod nazivom „Biti etičan“. Spomenute inicijative dodatno jačaju postojeći etički okvir za sve zaposlenike, što čini osnovu ESB-ove opredijeljenosti za promicanje integriteta, dobroga korporativnog upravljanja i **najviših etičkih standarda**. Zaposlenici ESB-a upoznati su s postojećim okvirom i

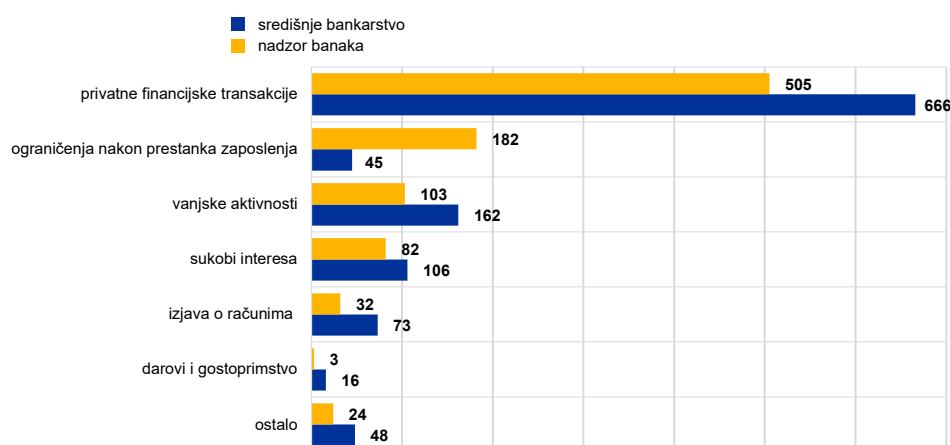
¹²⁸ Više informacija o upravljačkoj strukturi ESB-a može se pronaći na [mrežnim stranicama ESB-a](#).

primjenjuju ga u praksi: tijekom 2021. Služba za usklađenost s propisima i upravljanje, tijelo odgovorno za nadzor ESB-ove usklađenosti s pravilima vezanima uz etiku i upravljanje, odgovorilo je na više od 2000 zahtjeva, koji su obuhvaćali širok raspon tema, pri čemu je gotovo jednak broj zahtjeva pristigao od zaposlenika zaduženih za središnje bankarstvo i zaposlenika zaduženih za nadzor banaka. Gotovo 60 % zahtjeva odnosilo se na privatne financijske transakcije zaposlenika, a slijedili su zahtjevi povezani s vanjskim aktivnostima i ograničenjima nakon prestanka zaposlenja (vidi Grafikon 11.1.). Provjerama usklađenosti provedenima uz potporu vanjskoga revizorskog društva potvrđeno je da zaposlenici ESB-a i članovi ESB-a u tijelima na visokoj razini općenito poštuju pravila o privatnim financijskim transakcijama.

Grafikon 11.1.

Pregled zahtjeva za savjetovanje primljenih od zaposlenika ESB-a u 2021.

(broj zahtjeva)



Izvor: ESB

Godina 2021. bila je prva cijela godina rada alata za prijavu povreda, odnosno internetskoga digitalnog alata za izvješćivanje o povredama koji je na snazi od listopada 2020. i koji zaposlenicima ESB-a omogućuje da prijave navodne povrede profesionalnih dužnosti. Tijekom godine dostavljen je niz anonimiziranih i neanonimiziranih izvješća (putem alata za prijavu i drugim kanalima), a obuhvatio je velik broj tema, od povreda dostojanstva na radu do prijave ili pronevjera. Sva izvješća podliježu preliminarnoj procjeni na osnovi koje bi se mogle poduzeti daljnje radnje. Odbor za etiku ESB-a nastavio je savjetovati visoke dužnosnike ESB-a o provedbi jedinstvenoga [Kodeksa ponašanja](#) i pregledao je izjave o interesima članova Izvršnog odbora, Upravnog vijeća i Nadzornog odbora prije njihove objave na mrežnim stranicama ESB-a. Nadalje, tijekom 2021. Odbor za etiku izdao je veći broj mišljenja, od kojih se većina odnosila na aktivnosti poduzete u osobnom svojstvu i na aktivnosti nakon prestanka zaposlenja.¹²⁹

¹²⁹ Mišljenja Odbora za etiku o plaćenom radu nakon isteka mandata i sukobima interesa objavljuju se na mrežnim stranicama ESB-a.

Revidirane etičke smjernice dodatno će ojačati i uskladiti etičke režime nacionalnih središnjih banaka i nacionalnih nadležnih tijela Eurosustava.

Nakon redovitog preispitivanja Upravno je vijeće donijelo nove etičke smjernice¹³⁰ na razini Eurosustava i jedinstvenoga nadzornog mehanizma (SSM) kojima se utvrđuju unaprijeđeni standardi integriteta za sve središnje banke i nacionalna nadležna tijela europodručja. Smjernicama su s ciljem učinkovitijeg rješavanja sukoba interesa proširene odredbe koje se odnose na razdoblje prije i nakon prestanka zaposlenja te pravila o osobnim financijskim transakcijama. Središnje banke i nacionalna nadležna tijela Eurosustava obvezni su udovoljiti novim zahtjevima u roku od 18 mjeseci.

Spomenutu je reviziju provela radna skupina službenika za etička pitanja i usklađenost s propisima, forum koji je 2021. godine pretvoren u Konferenciju za etička pitanja i usklađenost s propisima. Upravno vijeće smatralo je da će se na taj način bolje odražavati trajnost skupine i njezino obuhvaćanje cijelog Eurosustava i SSM-a kao i sve veća važnost etičkih pitanja i pitanja usklađenosti s propisima općenito.

Na međunarodnoj razini ESB je imao priliku biti domaćin 13. godišnjeg sastanka Mreže multilateralnih organizacija za etiku (ENMO), koji je otvorila predsjednica ESB-a i koji je okupio više službenike odgovorne za etiku iz više od 40 multilateralnih međuvladinih institucija kako bi raspravljali o najboljim praksama, aktualnim etičkim pitanjima i izazovima s kojima se susreću.

11.3. Povećanje transparentnosti i suradnja s javnošću

„Neprestano radimo na tome da nas bolje razumiju ljudi koji žive u europodručju i na čije svakodnevne živote utječu naše mjere“, predsjednica ESB-a Christine Lagarde, 2021.

U 2021. ESB je poduzeo važne korake kako bi omogućio da šira javnost bolje razumije njegove postupke, posebice putem inovacija u komunikaciji o monetarnoj politici (vidi Okvir 3.). Istodobno je nastavio pretvarati izazove povezane s pandemijom u prilike razvijajući nove načine obraćanja različitim publikama. Nastavio je zagovarati svoju predanost dostupnosti dokumenata, što čini ključnu komponentu njegove transparentnosti i odgovornosti, te je uložio trud u suradnju s građanima kako bi osigurao bolje razumijevanje ESB-ove uloge i razloga na kojima se zasnivaju njegove odluke.

Povezivanje tijekom pandemije: jačanje mrežne komunikacije sa širom javnošću



ESB je kao odgovor na pandemiju proširio svoju digitalnu komunikaciju i unaprijedio svoju mrežnu komunikaciju.

Kako bi povećao svoju prisutnost na internetu i omogućio široj javnosti bolje razumijevanje svoje uloge, ESB je 2021. uveo brojne promjene u dizajn svojih mrežnih stranica. Tako sada i [mrežne stranice ESB-a](#) i [mrežne stranice o nadzoru banaka](#) imaju novi dizajn suvremenijeg izgleda koji omogućuje bolju navigaciju, među ostalim i za mobilne uređaje. Novi dizajn zasniva se na suvremenim pristupima digitalnom dizajnu s naglaskom na narativnim vizualnim sadržajima,

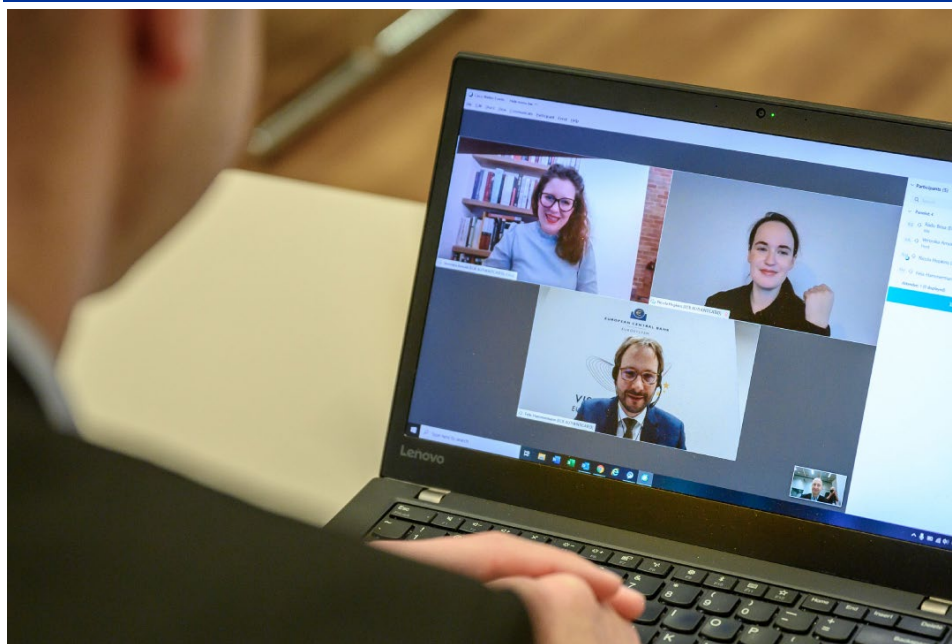
¹³⁰ Smjernica (EU) 2021/2253 Europske središnje banke od 2. studenoga 2021. o utvrđivanju načela etičkog okvira Eurosustava (ESB/2021/49) (SL L 454, 17.12.2021., str. 7.) i Smjernica (EU) 2021/2256 Europske središnje banke od 2. studenoga 2021. o utvrđivanju načela etičkog okvira jedinstvenog nadzornog mehanizma (ESB/2021/50) (SL L 454, 17.12.2021., str. 21.)

povećanoj čitljivosti i privlačnom načinu prezentiranja rada ESB-a i nadzora banaka ESB-a. Veliki dijelovi mrežnih stranica, posebice zasebne mrežne stranice o različitim temama, dostupni su na 24 službena jezika EU-a. Upravo se promet na tim zasebnim mrežnim stranicama više nego udvostručio nakon uvođenja novog izgleda i korisničkog doživljaja na mrežnim stranicama ESB-a.

Suvremeni komunikacijski formati kao što su ESB-ov blog i ESB-ov podcast i nadalje su bili atraktivno i uspješno sredstvo dijeljenja uvida u perspektive tvoraca politika u odnosu na ključne teme kao što su najnovije odluke ESB-a, digitalni euro ili uloga središnjih banaka u rješavanju klimatskih promjena. Broj pratitelja ESB-ova podcasta povećao se, posebice među mlađom publikom. Epizode su obuhvaćale cijeli niz tema, uključujući inflaciju, primjenu životinjskih metafora u diskursu središnjeg bankarstva, žensko vodstvo i rodnu ravnopravnost. Primjerice, epizoda koja sadržava raspravu između predsjednice ESB-a Christine Lagarde, predsjednice Komisije EU-a Ursule von der Leyen i ministrice financija SAD-a Janet Yellen o osnaživanju žena, uključujući teme gospodarskog oporavka od pandemije bolesti COVID-19 i transatlantske suradnje, poslušana je 22 909 puta.

Tijekom pandemije ESB-ovi kanali na društvenim mrežama bili su dodatno sredstvo za povezivanje i izravnu interakciju s javnošću. U 2021. broj se pratitelja ESB-ovih kanala na društvenim mrežama povećao za 15 %. Serija pitanja postavljena članici Izvršnog odbora Isabel Schnabel na društvenoj mreži Twitter u travnju 2021. postavila je novi rekord za takve događaje, pri čemu su odgovori gđe Schnabel objavljeni na toj društvenoj mreži pregledani do dva milijuna puta. Spomenuti događaj na društvenoj mreži omogućio joj je da odgovori na pitanja građana o cijelom nizu tema, od negativnih kamatnih stopa do savjeta ženama zainteresiranim za karijeru u ESB-u.

Kako bi se dodatno povećali naponi da se dopre do građana i objasni politiku ESB-a čak i u uvjetima ograničenja fizičke interakcije povezanih s pandemijom, ESB-ov centar za posjetitelje proširio je pristup svojim virtualnim predavanjima javnosti i dopunio ga novim aktivnostima, poput virtualnih prezentacija Centra i prethodno snimljenih predavanja.



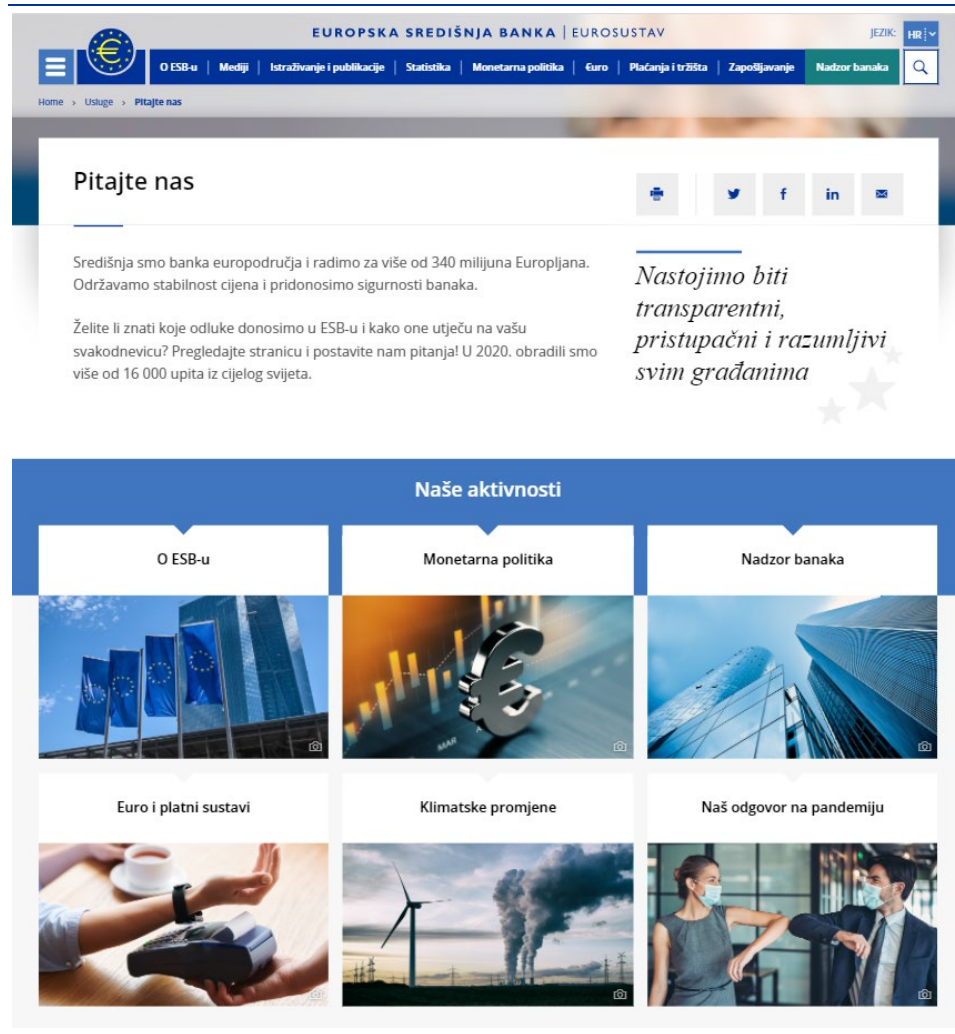
Jačanje transparentnosti i povezivanje s građanima

ESB je dokazao svoju predanost osiguranju transparentnosti i uložio trud u nove načine povezivanja s građanima EU-a.

Režim javnog pristupa dokumentima ESB-a važno je sredstvo kojim ESB podupire svoju politiku transparentnosti. Osmišljen je kako bi povećao transparentnost i demokratsku legitimnost ESB-a dajući općoj javnosti širok pristup dokumentima ESB-a uz istodobno osiguranje odgovarajuće zaštite neovisnosti i funkcioniranja ESB-a. Aktivno se promicala i provodila objava dokumenata na vlastitu inicijativu, od povijesnih dokumenata nastalih prije osnivanja ESB-a do dokumenata od interesa za opću javnost. Naposljetku, sve je učestalija i objava dokumenata otkrivenih u kontekstu zahtjeva za javni pristup kako bi se unaprijedila ESB-ova opredijeljenost za transparentnost i primjena transparentnosti u praksi. Nisu utvrđene nepravilnosti od strane europske ombudsmanice u odnosu na ESB-ovo postupanje na temelju zahtjeva za javni pristup.

U rujnu 2021. ESB je pokrenuo **Pitajte nas**, nove mrežne stranice za upite javnosti. Taj novi alat olakšava ESB-ovu interakciju s građanima olakšavajući im da stupe u kontakt s ESB-om, pri čemu izravno i proaktivno nudi informacije vezane uz česta pitanja. U 2021. godini tim ESB-a za upite javnosti obradio je 25 189 upita, dajući tako građanima kojima služi priliku da ih se čuje, osluškujući njihove brige i očekivanja i objašnjavajući jasnim jezikom ESB-ov mandat, zadaće i odluke.

Mrežne stranice Pitajte nas



ESB-ova serija seminara na temu civilnog društva redovito se održavala i u 2021. godini, pri čemu su na tri takva skupa sudjelovali predstavnici organizacija civilnog društva na europskoj razini. Za njih to je bila prilika da s ESB-ovim stručnjacima razmijene stavove o različitim temama, od makroekonomskih kretanja u europodručju preko ESB-ove strategije za plaćanja malih vrijednosti pa sve do ishoda preispitivanja strategije ESB-a.

11.4. Poticanje otpornosti, osnaživanja i raznolikosti među našim kolegama

Zaposlenici su zaslužni za rezultate rada ESB-a, zbog čega ESB nastoji privući i razvijati različite talente kako bi radili za Europu. S tim ciljem ESB je uspostavio politike i okvire za angažman i osnaživanje zaposlenika uz istodobno omogućavanje zadovoljstva vlastitim poslom, otpornosti i dobrobiti zaposlenika tijekom cijele karijere. Te se politike razvijaju i kao odgovor na promjenjivo vanjsko okružje, a prate

ESB-ove napore da potiče uključivost na radnom mjestu, čime se zaposlenicima omogućuje da postignu uspješnost i podržava ESB u ispunjenju njegova mandata.

Dobrobit i razvoj

Usredotočenost na mentalno zdravlje, povezanost i ravnotežu između poslovnoga i privatnog života

Zbog pandemije zaposlenici ESB-a 2021. proveli su uglavnom radeći na daljinu. Fizičko i mentalno zdravlje zaposlenika ESB-a, timska povezanost i radni uvjeti bili su u središtu pozornosti mnogih organizacijskih aktivnosti.

Provedena su tri ispitivanja organizacijske klime fokusirana na mentalno zdravlje i timsku povezanost kolega, s prosječnom stopom sudjelovanja od 60 %, čime su dobivene povratne informacije o ESB-ovim mjerama potpore. Anketa provedena u veljači 2021. pokazala je najnižu razinu raspoloženja zaposlenika u odnosu na njihovu dobrobit i ravnotežu poslovnoga i privatnog života. Sljedeće su dvije ankete (u lipnju i studenome) pokazale poboljšanja zahvaljujući mjerama koje je kao odgovor na to proveo ESB i općenitoj promjeni u dinamici pandemije.

ESB je pokrenuo nekoliko inicijativa kako bi našao rješenje za zabrinutost koju su zaposlenici iskazali u anketama. Virtualni centar za dobrobit ponudio je veću količinu usluga društvenog savjetovanja, obuku i mrežne seminare o zdravlju i pitanjima dobrobiti dvaput tjedno otvorene za sve zaposlenike, uz što je zaposlenicima na raspolaganju stajalo i pet aktualnih podcasta interne produkcije. Zadovoljstvo zaposlenika ESB-ovim odlukama povezanima sa zdravljem i sigurnošću zaposlenika kretalo se oko 80 % u sve tri ankete.

Cijepljenje protiv koronavirusa

ESB je u suradnji s njemačkim Crvenim križem organizirao besplatno cijepljenje za svoje zaposlenike i njihove članove obitelji te ključne savjetnike na licu mjesta. Tijekom ljeta potpuno je cijepljeno oko 2000 osoba, pri čemu je dodatnih 400 osoba cijepljeno u prosincu 2021. (uključujući treću dozu). Prema internom istraživanju, koje se zasniva na stopi odaziva od 65 %, 91 % ispitanika cijepljenjem je dobilo potpunu zaštitu.

Uvedene nove mjere za integraciju novih zaposlenika

ESB je 2021. uspješno uveo u posao oko 850 novih zaposlenika. Pandemija je nerazmjerno pogodila mlađe zaposlenike i nove zaposlenike diljem svijeta. Ankete zaposlenika također su isticale osobitu ranjivost te skupine u okružju rada na daljinu. Kako bi to ublažio, ESB je prilagodio svoj program uvođenja u rad i uspostavio je posebne pakete mjera usmjerene na dobrobit te skupine.

Rukovoditelji su obučeni da pomognu pri integraciji kolega na daljinu, a s novim zaposlenicima organizirani su posebni daljnji sastanci. Usto, ESB je zajedno s drugim institucijama Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i jedinstvenoga nadzornog mehanizma (SSM) pokrenuo mrežnu igru za nove zaposlenike zasnovanu na suradnji. Igra je osmišljena kako bi se predstavili novi zaposlenici diljem europskoga kontinenta, a povezivala je oko 2000 ljudi iz 30 različitih institucija.

Transformiranje inicijativa za učenje i razvoj

Od početka pandemije ESB je transformirao svoje inicijative za učenje i razvoj, pa se povezane aktivnosti koje su se prije odvijale u učionicama sada u potpunosti odvijaju na daljinu. Tijekom 2021. ovaj je pristup omogućio zaposlenicima ESB-a da nastave

svoj profesionalni razvoj pohađanjem 1421 tečaja na daljinu, koji su pokrivali širok raspon tema, od tehničkih vještina do vještina povezanih s ponašanjem. Pokrenut je poseban program o vodstvu u okružju rada na daljinu i hibridnog rada, a voditelji su na raspolaganju imali i pojedinačnu ili skupnu mentorsku podršku.

Protekla je godina bila druga godina provedbe ESB-ova novog okvira za karijeru i prva prilika za procjenu njegove uspješnosti. Provedena je opsežna provjera koja je potvrdila pozitivan učinak okvira. Naš pristup usmjeren ka davanju prednosti talentima unutar banke doveo je do većeg omjera promaknuća, a ostvarena je i dosad najviša stopa horizontalne mobilnosti. Štoviše, provjera nam je pomogla utvrditi načine uz pomoć kojih naš okvir može postati još učinkovitiji.

Raznolikost i uključenost

Rodnom strategijom ESB-a za razdoblje 2020. – 2026. postavljeni su ambiciozni rodni ciljevi popraćeni mjerama podrške vezanima uz zapošljavanje i promaknuće, kulturu i odgovornost, razvoj vodstva i fleksibilan rad. ESB je u 2021. osmislio novi program mentorstva i uveo opće upute za rukovoditelje povezane s raspodjelom zadaća ključnih za karijeru. Osim toga, odobreno je udvostručenje broja dana posebnog dopusta na koji pravo imaju roditelji pri rođenju djeteta i skrbnici pri usvajanju djeteta u svrhu pružanja podrške svim obiteljima i promicanja uravnoteženije podjele obiteljskih odgovornosti.

Poticanje uključivoga radnog okružja

Osim poticanja rodne raznolikosti, ESB je u suradnji sa [šest mreža za raznolikost](#) radio na poticanju uključivoga radnog okružja podizanjem osviještenosti i promicanjem uključenosti različitih skupina kao što su kolege s invaliditetom, kolege koji dolaze iz kulturno raznovrsnih zajednica i zajednica LGBT+ osoba. ESB je 2021. pokrenuo program uključivog vodstva za svoje voditelje, kao i nekoliko modula e-učenja namijenjenih svim zaposlenicima s ciljem približavanja ponašanja pojedinca uključivijoj kulturi u ESB-u. U okviru spomenutih inicijativa raznolikosti i uključenosti pristupa se iz različitih kutova, a obuhvaćene su teme kao što su aspekti raznolikosti, nesvjesna pristranost i dostojanstvo na radnom mjestu.

Objava podataka o državnoj pripadnosti

ESB je velika europska institucija, a njegovi zaposlenici potječu iz svih 27 država EU-a.¹³¹ Kako bi povećao transparentnost u jednom od svojih najvažnijih aspekata raznolikosti, ESB je odlučio objaviti podatke o državnoj pripadnosti¹³² za sve zaposlenike te posebno za rukovodstvo (vidi Tablicu 11.1.). Posuvremenjeni podatci objavljuvat će se jednom godišnje u ovom izvješću.

¹³¹ Iako Ujedinjena Kraljevina više nije država članica EU-a, radi kontinuiteta uključeni su i njezini državljani.

¹³² Podatci počivaju na izjavama zaposlenika o njihovoj državnoj pripadnosti. ESB od zaposlenika traži da prijave barem jedno državljanstvo EU-a, pri čemu je za potrebe utvrđivanja dodataka na plaću obvezno prijaviti njemačko državljanstvo.

Tablica 11.1.

Udjeli zaposlenika i rukovodstva ESB-a prema državnoj pripadnosti

državljanstvo	svi zaposlenici	rukovodstvo
austrijsko	2,2 %	2,1 %
belgijsko	2,3 %	2,7 %
britansko	4,6 %	3,8 %
bugarsko	2,1 %	0,7 %
hrvatsko	1,0 %	0,3 %
ciparsko	0,5 %	0,5 %
češko	0,8 %	0,2 %
dansko	0,6 %	0,9 %
nizozemsko	3,0 %	5,7 %
estonsko	0,6 %	0,5 %
finsko	1,4 %	0,9 %
francusko	7,2 %	10,8 %
njemačko	27,7 %	31,3 %
grčko	5,0 %	3,6 %
mađarsko	1,5 %	0,9 %
irsko	3,2 %	3,4 %
talijansko	14,0 %	13,0 %
latvijsko	0,7 %	0,5 %
litavsko	0,8 %	0,3 %
luksemburško	0,2 %	0,3 %
malteško	0,3 %	–
poljsko	3,0 %	1,2 %
portugalsko	3,0 %	3,1 %
rumunjsko	3,7 %	0,2 %
slovačko	0,7 %	–
slovensko	1,1 %	0,9 %
španjolsko	8,0 %	11,8 %
švedsko	0,8 %	0,5 %

Izvor: ESB

Napomene: U Tablici 11.1. prikazani su udjeli zaposlenika i rukovodstva ESB-a prema državnoj pripadnosti, tj. zaposlenici koji imaju više državljanstava iskazuju se za svako državljanstvo koje su naveli. „Svi zaposlenici” odnosi se na zaposlenike, uključujući rukovodstvo, na neodređeno i na određeno vrijeme, s promjenjivim i nepromjenjivim ugovorima, na dan 31. prosinca 2021. „Rukovodstvo” odnosi se na platne razrede od I do M. Ukupni iznosi mogu biti veći od 100 % zbog zaokruživanja.

Novi kanal za rješavanje sukoba

Uspostavljena interna funkcija za mirenje

ESB je 2021. također odlučio uspostaviti internu funkciju za mirenje (koja provodi aktivnosti slične aktivnostima ombudsmana). Nova će funkcija biti neovisna. Izmiritelj pomaže suprotstavljenim stranama da riješe sukobe povezane s poslom uz najstrožu povjerljivost i nepristranost. Usluge mirenja bit će na raspolaganju svim zaposlenicima, a ured je moguće kontaktirati u bilo koje vrijeme, bez ikakve službene procedure. Korištenje uslugama mirenja bit će dobrovoljno. Taj će novi neslužbeni kanal dopunjavati postojeće službene i neslužbene kanale za rješavanje sukoba.

11.5. Rješavanje klimatskih promjena i utjecaja na okoliš

Rad na rješavanju klimatskih promjena ključan je prioritet ESB-a, a tako će biti i u nadolazećim godinama. ESB je zbog toga poduzeo konkretne korake kako bi unutar svog mandata i područja nadležnosti intenzivirao svoje inicijative na tom području. U ovom se odjeljku pruža pregled ESB-ovih glavnih postignuća i aktivnosti na spomenutom području i predstavlja se budući rad: najprije se opisuje rad na glavnim strateškim tematskim područjima centra za klimatske promjene (vidi Okvir 13.), a potom ESB-ov doprinos raspravi o europskim i međunarodnim politikama. Naposljetku je dan pregled aktualnih poslova drugih poslovnih područja ESB-a.

Najnovije informacije o radu na rješavanju klimatskih promjena u ESB-u

Rješavanje rizika povezanih s klimatskim promjenama za financijsku stabilnost, nadzor banaka i bonitetni okvir

Na području financijske stabilnosti i bonitetne politike ESB se usredotočio na način rješavanja i potencijalnog uključivanja klimatskih rizika u bonitetni okvir, razvoja mreže za praćenje rizika, uključujući metode za mjerenje klimatskih rizika i izloženosti financijskog sustava te unaprjeđenja prospektivnih procjena učinka klimatskih rizika na financijske posrednike (primjerice putem zasebnog testiranja otpornosti na stres za klimatski rizik). To tematsko područje također proučava utjecaj politika ublažavanja i prilagodbe na financijske institucije i tržišta s ciljem boljeg razumijevanja načina na koji najbolje mogu poduprijeti zeleni prijelaz i ublažiti makroekonomske troškove klimatskih promjena. ESB redovito prati i procjenjuje rizike koje financijske institucije i financijska društva snose u vezi s klimatskim promjenama u svojem Pregledu financijske stabilnosti¹³³ i izvješćima ESB-a/ESRB-a.¹³⁴ U rujnu 2021. objavio je metodologiju i rezultate testiranja otpornosti na stres za klimatski rizik provedenog na području cijeloga gospodarstva.¹³⁵ Tim su postupkom dobivene informacije kojima će se ESB koristiti pri provedbi nadzornog ispitivanja otpornosti na stres za klimatski rizik u 2022. godini, a kojim će nadzor banaka ESB-a ispitati pripravnost banaka da procijene klimatske rizike.¹³⁶ Na području nadzora banaka ESB je u studenome 2020. objavio Vodič o klimatskim i okolišnim rizicima. U 2021. od banaka je zatražio da provedu samoprocjenu u odnosu na Vodič i da sastave akcijske planove. U 2022. nadzor banaka ESB-a provest će cjelovitu nadzornu provjeru bankovnih praksa na području upravljanja rizicima i njihove objave.

Integracija rizika povezanih s klimatskim promjenama u makroekonomske modele i razmatranja monetarne politike

Na području makroekonomske analize i monetarne politike ESB procjenjuje makroekonomske rizike koji proizlaze iz klimatskih promjena i politika i njihove implikacije za projekcije i procjenu rizika koje izrađuju zaposlenici zaduženi za makroekonomska kretanja, uključujući i implikacije za transmisiju monetarne

¹³³ Vidi ESB-ov [Pregled financijske stabilnosti](#), svibanj 2019., i [Pregled financijske stabilnosti](#), svibanj 2021.

¹³⁴ Vidi projektni tim ESB-a/ESRB-a za praćenje klimatskog rizika, „[Climate-related risk and financial stability](#)”, ESB, srpanj 2021.

¹³⁵ Vidi „[ECB economy-wide climate stress test – methodology and results](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 281, ESB, rujna 2021.

¹³⁶ Vidi „[Climate risk stress test – SSM stress test 2022](#)”, Izvješće o nadzoru banaka ESB-a, listopad 2021.

politike.¹³⁷ U tom kontekstu zaposlenici ESB-a pomno prate makroekonomska kretanja povezana sa Sustavom EU-a za trgovanje emisijama¹³⁸ i analiziraju makroekonomske i strukturne implikacije politika prijenosa donesenih na nacionalnoj i europskoj razini. U skladu s [akcijskim planom](#) (vidi Okvir 2.), na ovom je tematskom području cilj integracija klimatskih rizika u ESB-ove pouzdane makroekonomske modele te planiranje razvoja novih modela kojim bi se proučavala specifična pitanja vezana uz klimatske promjene važna za makroekonomska kretanja i monetarnu politiku. U tijeku je i analiza koja će omogućiti bolje razumijevanje načina na koji klimatske promjene utječu na transmisiju monetarne politike. U to područje rada ubraja se i rad na osmišljavanju načina kako uzeti u obzir klimatske promjene u ESB-ovim operacijama monetarne politike, uključujući procjenu moguće pristranosti pri tržišnoj alokaciji u uvjetima tržišnih neučinkovitosti te prednosti i nedostatke alternativnih alokacija.

Uključenost pitanja povezanih s klimatskim promjenama u okvir za provedbu monetarne politike

U sklopu okvira za operacije na financijskom tržištu i upravljanje rizicima Eurosustava ESB nastoji provesti dogovoreni klimatski [akcijski plan](#) kako bi uključio pitanja povezana s klimatskim promjenama u okvir za provedbu monetarne politike (vidi Okvir 2.). Usto, ESB analizira financijske rizike Eurosustava koji proizlaze iz izloženosti monetarne politike, među ostalim i testiranjem otpornosti bilance Eurosustava na stres povezan s klimatskim promjenama. U 2021. godini ovo je područje bilo usredotočeno na razvoj akcijskog plana koji je kasnije odobrilo Upravno vijeće. Otad je započeo rad na pripremanju konkretne provedbe dogovorenog hodograma povezanog s akcijskim planom. Osim toga ESB je započeo prihvaćati određene obveznice s kuponskim kamatama povezane s ciljevima održivosti kao kolateral i u okviru kupnje vrijednosnih papira.¹³⁹ Eurosustav je najavio i zauzimanje zajedničkog stajališta u odnosu na načela održivoga i odgovornog ulaganja povezanog s klimatskim promjenama za portfelje nominirane u eurima koji se ne drže za potrebe monetarne politike te je započeo s postupkom nabave podataka na razini Eurosustava kako bi odabrao odgovarajuće pružatelje podatkovnih usluga. Početak objave podataka o portfeljima povezanim s klimatskim promjenama i ESB-ovu programu kupnje vrijednosnih papira sektora poduzeća planiran je za prvo tromjesečje 2023.

Doprinosi ESB-a inicijativama EU-a povezanim s klimatskim promjenama

Na području politike EU-a i međunarodne politike i financijske regulacije ESB pridonosi inicijativama EU-a kao što su europski zeleni plan, propisi EU-a o održivom financiranju i inicijative u međunarodnim forumima. U tom kontekstu ESB je 2021. pridonio političkom programu EU-a objavom dvaju pravnih mišljenja o zakonodavnim

¹³⁷ Vidi područje rada povezano s klimatskim promjenama, „[Climate change and monetary policy in the euro area](#)”, *Occasional Paper Series*, br. 271, ESB, rujan 2021.

¹³⁸ Vidi okvir pod naslovom „[EU emissions allowance prices in the context of the ECB's climate change action plan](#)” *Ekonomski bilten*, broj 6, ESB 2021.

¹³⁹ Vidi „[ECB to accept sustainability-linked bonds as collateral](#)”, *priopćenje za javnost*, ESB, 22. rujna 2020.

prijedlozima povezanim s direktivom o korporativnom izvještavanju o održivosti¹⁴⁰ i uredbom o europskim zelenim obveznicama.¹⁴¹ Kao član platforme za održivo financiranje ESB je pomogao u razvoju okvira taksonomije EU-a i poboljšanja njegove iskoristivosti u bankovnom sektoru. Nadalje, ESB je pridonio razvoju standarda EU-a vezanih uz izvješćivanje o održivosti u kontekstu projektne radne skupine Europske savjetodavne skupine za financijsko izvještavanje (EFRAG). ESB je pružio i snažnu podršku ponovnom pokretanju programa održivog financiranja u međunarodnim forumima (posebice u okviru skupina G-7 i G-20 i ponovno uspostavljene radne skupine za održive financije skupine G-20). Naglasio je i potrebu za stvaranjem pouzdanih i međunarodno usklađenih regulatornih mreža za održive financije i podržao uspostavljanje međunarodnog Odbora za standarde održivosti pri Zakladi za međunarodne standarde financijskog izvještavanja.

Razvoj pokazatelja povezanih s klimatskim promjenama

Rad na podacima vezanim uz klimatske promjene usmjeren je na određivanje pokazatelja povezanih s klimatskim promjenama koji se odnose na fizički rizik, ugljični otisak i održive financijske instrumente na način utvrđen u klimatskom [akcijskom planu](#). U tijeku je istraživački rad na razvoju tih pokazatelja, a obuhvaća blisku suradnju unutar ESSB-a kao i suradnju s ostalim europskim i međunarodnim organizacijama. Rad vezan uz podatke o klimi također razmatra različite načine procjene i dijeljenja podataka o klimi (koje trenutno uglavnom pružaju vanjski pružatelji podatkovnih usluga) koji se rabe na razini cijelog ESB-a kako bi se osigurala potpuna usklađenost i suradnja s krajnjim korisnicima. U sklopu spomenutih područja rada prate se i vanjska kretanja vezana uz podatke o klimi u europskim i međunarodnim forumima.

Objava ESB-ova opredjeljenja za djelovanje na području klimatskih promjena

Uz gore opisana strateška tematska područja, ESB uz koordinaciju centra za klimatske promjene razvija sveobuhvatne teme važne za sam ESB, ali i šire u Eurosustavu i europskim i međunarodnim forumima. Za trajanja Konferencije Ujedinjenih naroda o klimatskim promjenama (COP26) 2021. godine ESB je objavio svoje [opredjeljenje za djelovanje na području klimatskih promjena](#) kako bi pridonio, u okviru svoje nadležnosti, odlučnom djelovanju tvoraca politika u provedbi Pariškog sporazuma i ublažavanju posljedica klimatskih promjena.

Aktivno sudjelovanje ESB-a u međunarodnim forumima povezanim s klimatskim pitanjima

ESB je u 2021. bio aktivno uključen u rad Mreže središnjih banaka i nadzornih tijela za ozelenjivanje financijskog sustava (NGFS).¹⁴² Važan doprinos dao je i svakoj od pet posebnih radnih podskupina (mikrobonitetno područje i nadzor, makrofinancijsko područje, povećanje zelenog financiranja, premošćivanje praznina u podacima i istraživanje) i radnoj skupini za pravna pitanja. ESB je također pridonosio Radnoj skupini Bazelskog odbora za nadzor banaka na visokoj razini za financijske rizike¹⁴³ povezane s klimatskim promjenama i njezinu radu na boljem razumijevanju i

¹⁴⁰ Vidi Mišljenje Europske središnje banke od 7. rujna 2021. o Prijedlogu direktive o izmjeni Direktive 2013/34/EU, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Uredbe (EU) br. 537/2014 u pogledu korporativnog izvještavanja o održivosti ([CON/2021/27](#)) (SL C 446, 3.11.2021., str. 2.).

¹⁴¹ Vidi Mišljenje Europske središnje banke od 5. studenoga 2021. o Prijedlogu uredbe o europskim zelenim obveznicama ([CON/2021/30](#)).

¹⁴² Pod predsjedanjem Franka Eldersona, člana Izvršnog odbora ESB-a; ESB je također član Upravljačkog odbora NGFS-a.

¹⁴³ Pod supredsjedanjem Franka Eldersona, člana Izvršnog odbora ESB-a.

Istraživanja ESB-a vezana uz klimatske promjene i druge inicijative u tijeku

potencijalnom dopunjavanju triju stupova Bazelskog okvira.¹⁴⁴ Na međunarodnoj razini ESB se aktivno pridružio trima radnim podskupinama Odbora za financijsku stabilnost koji se bave pitanjima povezanim s klimatskim promjenama (Stalnom odboru za nadzornu i regulatornu suradnju, Radnoj skupini za klimatske rizike i Stalnom odboru za procjenu ranjivosti), Odboru Irving Fisher za statistiku središnjih banaka (koji djeluje pod pokroviteljstvom Banke za međunarodne namire) i Inicijativi skupine G-20 o prazninama u podacima koja podupire usklađivanje i dostupnost podataka povezanih s klimom na svjetskoj razini. Na europskoj razini ESB pridonosi Mreži za održivo financiranje Europskoga nadzornog tijela za bankarstvo (EBA) i podskupinama EBA-e za transparentnost i izvješćivanje.

Zaposlenici ESB-a sve se više bave istraživačkim projektima u području klimatskih promjena. U 2021. objavljen je niz istraživačkih radova u ESB-ovoj seriji Istraživački radovi.¹⁴⁵

U odnosu na infrastrukturu financijskog tržišta i plaćanja ESB je, u suradnji s ostalim nacionalnim središnjim bankama europodručja i Europskim nadzornim tijelom za vrijednosne papire i tržišta kapitala, nastavio rad na potencijalnom učinku okolišnih rizika na infrastrukturu financijskog tržišta, pri čemu se prije svega usredotočio na središnje druge ugovorne strane. Nadalje, na [Trećoj godišnjoj zajedničkoj konferenciji o upravljanju rizikom središnjih drugih ugovornih strana](#), koju su organizirali Deutsche Bundesbank, Banka federalnih rezervi Chicaga i ESB, rizici na financijskim tržištima povezani s klimatskim promjenama bili su važna međusektorska tema s obzirom na financijska tržišta.

ESB provodi procjenu cijeloga životnog ciklusa u odnosu na plaćanja gotovinom u europodručju kako bi procijenio potencijalne okolišne utjecaje druge serije euronovčanica. Osim toga, provodi politike i istraživačke aktivnosti kako bi sveo okolišni utjecaj proizvodnje euronovčanica za najmanju moguću mjeru. Te politike obuhvaćaju program uporabe pamuka iz održivih izvora, kojim se ESB obvezao povećati količinu pamuka iz održivih izvora u izradi papira za euronovčanice do 100 %. ESB je proveo i svoje godišnje praćenje zaštite okoliša na području proizvodnje novčanica i utvrdio poboljšanja u odnosu na otpad.

Povećanje ESB-ove vlastite korporativne održivosti

Konačno, ESB u odnosu na svoju vlastitu korporativnu održivost nastoji dodatno intenzivirati svoj rad na održivosti i povezanim procesima izvješćivanja. Ovo

¹⁴⁴ Bazelski se okvir sastoji od tri stupa, pri čemu je prvi stup dio okvira kojim se utvrđuju pravila za izračun regulatornih kapitalnih zahtjeva za kreditni, tržišni i operativni rizik, čime se stvara makrobonitetna zaštita koja obuhvaća zaštitne slojeve kapitala. Drugi stup čini dio okvira kojim se utvrđuju pravila vezana uz upravljanje rizicima i nadzor, a trećim se stupom uspostavljaju zahtjevi vezani uz objavu s ciljem unaprjeđenja tržišne discipline. Za pregled triju stupova vidi [Basel Committee on Banking Supervision reforms – Basel III Summary Table](#).

¹⁴⁵ Bijmens, G., Hutchinson, J., Konings, J. i Saint-Guilhem, A., „[The interplay between green policy, electricity prices, financial constraints and jobs: Firm-level evidence](#)”, *Working Paper Series*, br. 2537, ESB, 2021., Ciccarelli, M. i Marotta, F., „[Demand or supply? An empirical exploration of the effects of climate change on the macroeconomy](#)”, *Working Paper Series*, br. 2608, ESB, 2021., Pagliari, M., „[LSIs' exposures to climate change related risks: An approach to assess physical risks](#)”, *Working Paper Series*, br. 2517, ESB, 2021., Pagliari, M. i Ferrari, M., „[No country is an island: International cooperation and climate change](#)”, *Working Paper Series*, br. 2568, ESB, 2021., Reghezza, A., Altunbas, Y., Marques, D., d'Acri, C. i Spaggiari, M., „[Do banks fuel climate change?](#)”, *Working Paper Series*, br. 2550, ESB, 2021., Carbone, S., Giuzio, M., Kapadia, S., Krämer, J., Nyholm, K. i Vozian, K., „[The low-carbon transition, climate commitments and firm credit risk](#)”, *Working Paper Series*, ESB, 2021.

područje rada također obuhvaća razvoj ESB-ova sustava upravljanja okolišem i praćenje ESB-ova organizacijskoga ugljičnog otiska, kako je opisano u posljednjem odjeljku ovog poglavlja.

Okvir 13.

ESB-ov centar za klimatske promjene – organizacija i upravljanje

Zbog intenziviranja ESB-ovih inicijativa povezanih s klimatskim promjenama ESB je 2021. osnovao centar za klimatske promjene kako bi promicao strukturirani pristup koordinaciji i strateškom planiranju ESB-ovih aktivnosti povezanih s klimatskim promjenama. S obzirom na zastupljenost tema povezanih s klimatskim promjenama u široj raspravi vezanoj uz politiku procijenjeno je da je potrebno unaprijediti upravljanje i osigurati posebne resurse kako bi se omogućio znatan doprinos ESB-a na tom području – unutar Europe i na međunarodnoj razini. Osim toga, cilj je centra intenzivirati koordinaciju i suradnju ESB-a s nacionalnim središnjim bankama Eurosustava.

Glavni je cilj centra oblikovanje i usmjeravanje ESB-ove strategije vezane uz klimu, utvrđivanje prioriteta i stvaranje vizije za ESB-ov klimatski plan. Pritom se centar oslanja na bogato znanje i stručnost unutar ESB-ovih pojedinačnih poslovnih područja i istodobno osigurava povezanost i koordinaciju u cijelom ESB-u. U svrhu postizanja spomenutih ciljeva centru su dodijeljene četiri ključne dužnosti:

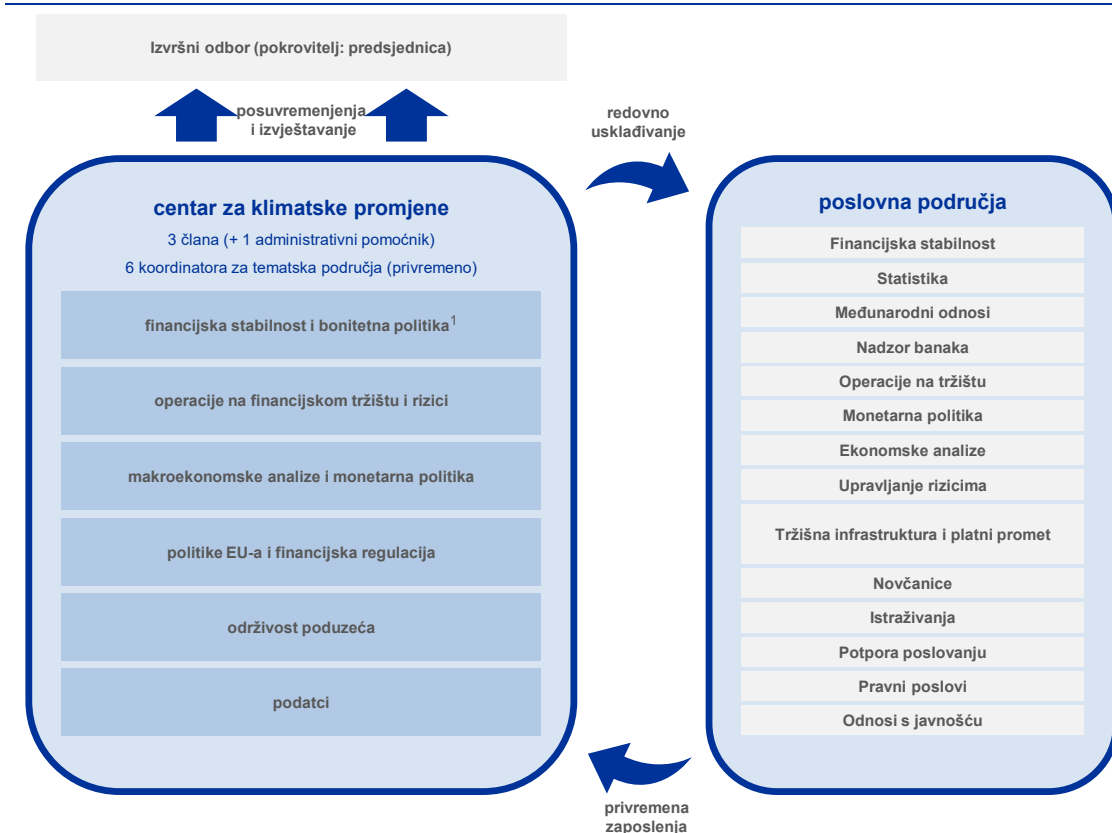
- podrška radu svih ESB-ovih poslovnih područja i ključnih dionika u provedbi strategije vezane uz klimatske promjene
- koordinacija vanjskih i internih aktivnosti vezanih uz klimatska pitanja, osiguravanje općenite usklađenosti poruka i prepoznavanje sinergija
- unaprjeđenje dijeljenja informacija i komunikacije kako bi se povećala osviještenost o ESB-ovu radu na klimatskim promjenama unutar institucije i izvan nje
- povezivanje poslovnih područja i vanjskih dionika kako bi se promicala suradnja na području klimatskih promjena.

Centar za klimatske promjene nova je, zasebna poslovna jedinica u okviru Savjeta Izvršnog odbora, a odgovara izravno predsjednici ESB-a. Rad centra organiziran je oko sljedećih šest strateških tematskih područja koja obuhvaćaju aktualne aktivnosti ESB-a povezane s klimatskim promjenama: financijsku stabilnost i bonitetnu politiku, makroekonomsku analizu i monetarnu politiku, operacije na financijskom tržištu i upravljanje rizikom, politiku EU-a i međunarodnu politiku i financijsku regulativu, podatke te korporativnu održivost. Nadalje, centar povezuje i dijeli informacije o međusektorskom radu na klimatskim promjenama na područjima istraživanja, tržišnih infrastruktura i plaćanja, prava i novčanica.

Pregled upravljanja i organizacije šest tematskih područja centra za klimatske promjene prikazan je na Slici A.

Slika A

Organizacijska i upravljačka struktura ESB-ova centra za klimatske promjene



1) Za neke inicijative vezane uz bonitetnu politiku potreban je doprinos i odlučivanje Nadzornog odbora.

Smanjenje ESB-ova organizacijskog otiska

ESB želi dati svoj doprinos smanjenju učinaka na okoliš koji ima kao organizacija te se obvezao uskladiti svoje ciljeve smanjenja ugljičnih emisija s ciljem utvrđenim Pariškim sporazumom, prema kojemu se globalno povećanje temperature treba ograničiti na 1,5 °C iznad predindustrijske razine. Put ka ostvarenju referentnih ciljeva smanjenja emisije zasnovanih na znanosti podrazumijeva smanjenje ESB-ove organizacijske emisije ugljika za 46 % do 2030. u odnosu na osnovnu vrijednost iz 2019.¹⁴⁶ Novi skup ambicioznih ciljeva i mjera za razdoblje od 2022. do 2024. bit će objavljen u ESB-ovoj izjavi o okolišu za 2022.

Smanjenje ESB-ova ugljičnog otiska

S ciljem upravljanja svojim učincima na okoliš ESB je 2007. započeo s provedbom politike zaštite okoliša, a 2010. uspostavio je sustav upravljanja okolišem u skladu sa Sustavom upravljanja okolišem i neovisnog ocjenjivanja EU-a (engl. *EU Eco-Management and Audit Scheme*, EMAS) i normama iz ISO 14001. Taj je sustavni pristup omogućio postizanje smanjenja ESB-ova objavljenoga ugljičnog otiska od 37 % u razdoblju između 2008. i 2019. unatoč znatnom povećanju radnih mjesta.

¹⁴⁶ Rezultati ESB-ova opsega smanjenja ugljičnog otiska i konačni ciljevi smanjenja ugljičnih emisija bit će objavljeni u ESB-ovoj izjavi o okolišu za 2022.

Smanjenje je bilo još izraženije u 2020., uglavnom zbog obustave aktivnosti vezanih uz putovanja uzrokovane pandemijom bolesti COVID-19.

Sustav upravljanja okolišem provodi zeleni ESB-ov tim pod vodstvom koordinatora za okoliš i službenika za okoliš koji preko glavnoga koordinatora za zajedničke poslove redovito podnose izvještaje Izvršnom odboru. Koordinaciju s ostalim poslovnim područjima podupire skupina od oko 60 predstavnika za okoliš i sudjelovanje zelenog ESB-ova tima u aktivnostima centra za klimatske promjene vezanima uz korporativnu održivost.

Svake godine ESB izvještava o svojim postignućima i ciljevima povezanim sa zaštitom okoliša u svojoj izjavi o okolišu.¹⁴⁷ Objava obuhvaća podatke o utjecaju na okoliš u skladu s EMAS-om i okvirom za smanjenje emisija stakleničkih plinova [Greenhouse Gas Protocol](#). Zahvaljujući najnovijoj procjeni svoga ugljičnog otiska, ESB će od 2022. započeti s izvještavanjem o daljnjim neizravnim utjecajima na okoliš u svom lancu vrijednosti kao što su kupljena roba i usluge, informatička imovina, gradnja zgrada, emisije koje proizlaze iz rada na daljinu, energija dobivena eksploatacijom nafte i plina iz tla i putovanja u svrhu sudjelovanja na konferencijama. Izvještavanje o spomenutim dodatnim elementima obuhvaćat će još bliskiju suradnju s pružateljima usluga primjenom ESB-ovih smjernica za održivu nabavu.

Unatoč pandemiji bolesti COVID-19 tijekom 2021. provedene su različite mjere unaprjeđenja zaštite okoliša. Primjerice, ESB je uveo smjernicu o održivim događanjima i za relevantne su skupine sastanaka uspostavljena ograničenja broja fizičkih sastanaka na 50 % sastanaka planiranih unutar razdoblja od jedne godine kako bi se ograničile emisije povezane s putovanjima i nakon pandemije. Kao i prethodne dvije godine, ESB je ponovo neutralizirao svoje preostale emisije za proteklu godinu koje se nisu mogle smanjiti mjerama izbjegavanja, i to pružanjem podrške neutraliziranju ugljika pomoću projekata koji imaju certifikat o zlatnom standardu.



ESB je u svojim portfeljima koji se ne drže za potrebe monetarne politike primijenio strategiju održivoga i odgovornoga ulaganja.

Nadalje, ESB je nastavio proširivati svoje strategije održivoga i odgovornog ulaganja u svojim portfeljima koji se ne drže za potrebe monetarne politike u skladu sa zajedničkim stavom Eurosustava.¹⁴⁸

U svojem mirovinskom fondu zaposlenika, kojim pasivno upravljaju dva vanjska upravitelja imovinom, ESB provodi politiku održivoga i odgovornoga ulaganja, zasnovanu na smjernicama koje se odnose na ograničena isključenja i glasovanje putem punomoći, a koje uključuju okolišne, socijalne i upravljačke standarde. Glasovanje putem punomoći preneseno je na dva vanjska upravitelja imovinom koji neovisno provode svoje politike pri davanju uputa u odnosu na glasovanje o korporativnim akcijama u vezi s vlasničkim udjelima mirovinskog fonda ESB-a. Svi uobičajeni referentni indeksi za vlasničke vrijednosne papire koje prati mirovinski fond zaposlenika bili su u 2020. zamijenjeni svojim niskougljičnim ekvivalentima, čime se ugljični otisak portfelja vlasničkih vrijednosnih papira smanjio za više od 60 %. Početkom 2022. ESB je također zamijenio uobičajene referentne indekse koje

¹⁴⁷ Za detaljniji pregled vidi [posuvremenjenu ESB-ovu izjavu o okolišu iz 2021.](#)

¹⁴⁸ Vidi „[Eurosystem agrees on common stance for climate change-related sustainable investments in non-monetary policy portfolios](#)“, *priopćenje za javnost*, ESB, 4. veljače 2021.

prate njegovi fondovi koji trguju korporativnim obveznicama referentnim indeksom usklađenim s Pariškim sporazumom, zbog čega se ubraja u prve organizacije koje su prihvatile tržišnu praksu koja se smatra najboljom za klimatske referentne vrijednosti u skladu s propisima EU-a. Spomenuta referentna vrijednost usklađena s Pariškim sporazumom dovela je do početnog smanjenja ugljičnih emisija korporativnih fondova od 50 %, a smanjenje će se nastaviti kontinuiranom dinamikom od najmanje 7 % godišnje u nadolazećim godinama. ESB će nastaviti istraživati mogućnosti proširenja upotrebe indeksa niskih emisija ugljika na ostale kategorije imovine s fiksnim prinosom u svom mirovinskom fondu kako bi dodatno smanjio svoj ugljični otisak. Upravljanje i vođenje vezano uz mirovinska pitanja u ESB-u odobrava Izvršni odbor, pri čemu ga savjetuje Odbor za ulaganja u sastavu zaduženom za mirovinske fondove.

U svojem portfelju vlastitih sredstava ESB primjenjuje strategiju održivoga i odgovornog ulaganja koja je usmjerena na povećanje udjela zelenih vrijednosnih papira. Tijekom 2021. taj se udio povećao na 7,6 % bilateralnom kupnjom zelenih vrijednosnih papira i ulaganjem u zajednički fond za zelene obveznice nominirane u eurima koji je za središnje banke u siječnju 2021. pokrenula Banka za međunarodne namire (BISIP G2).¹⁴⁹ Primici dobiveni na osnovi zelenih obveznica u koje je BISIP G2 uložio krajem rujna 2021. uporabljeni su za financiranje projekata koji se mogu svrstati u sljedeće tri kategorije: 30 % za projekte povezane s čistim prometom, 21 % za projekte povezane s upravljanjem vodom i otpadnim vodama i 20 % za projekte povezane s energijom iz obnovljivih izvora.

Utjecaj na okoliš koji se može pripisati ESB-ovu udjelu u fondu procijenjen je kao količina izbjegnutih emisija ekvivalenata ugljičnog dioksida jednaka količini emisija koju proizvede 49 401 osobni automobil u jednoj godini, a količina uštede energije i energije dobivene iz obnovljivih izvora jednaka energiji koju potroše 23 392 kuće.

¹⁴⁹ Vidi „[ECB to invest in Bank for International Settlements' green bond fund](#)”, *priopćenje za javnost*, ESB, 25. siječnja 2021.

12. Upoznajte naše zaposlenike

Prethodna poglavlja Godišnjeg izvješća ESB-a pružaju detaljan činjenični pregled glavnih aktivnosti ESB-a i rezultata koje je postigao u područjima svoje nadležnosti u 2021. U mnogim slučajevima ta su postignuća bila moguća zahvaljujući suradnji kolega s različitih poslovnih područja, unutar Eurosustava i ESSB-a ili čak i šire. Sljedeće priče naših kolega daju uvid u takvu suradnju i pokazuju na koji način pružaju stvaran doprinos postignućima ESB-a.

Ursel Baumann, zamjenica voditelja odjela, glavna uprava Monetarna politika



Za vrijeme provedbe preispitivanja strategije monetarne politike ESB-a u razdoblju od 2020. do 2021. upućena sam na rad u ured zadužen za projekt preispitivanja strategije, malen, ali visoko učinkovit tim kolega s vrlo različitim vještinama (s područja kao što su ekonomija, izrada nacрта, koordinacija, upravljanje projektima, informacijske tehnologije i komunikacija) uspostavljen s ciljem koordinacije i oblikovanja aktivnosti povezanih s preispitivanjem.

Preispitivanje je podrazumijevalo opsežnu suradnju između više od 650 zaposlenika u Eurosustavu koji su se projektu priključili iz ESB-a i nacionalnih središnjih banaka europodručja. Velik dio popratnoga analitičkog rada na pitanjima vezanima uz ekonomiju i monetarnu politiku obavljen je u zajedničkim radnim podskupinama, a rezultati preispitivanja strategije kasnije su objavljeni u okviru serije Povremeni radovi. Kao jednome od suvoditelja radne podskupine koja se bavila inflacijskim očekivanjima vodstvo pri radu na daljinu bilo mi je pravi izazov. Unatoč tome uspjeli smo ga savladati zahvaljujući visokoj razini motivacije zaposlenika i njihovom snažnom osjećaju svrhovitosti pri pružanju najbolje moguće analize u ograničenom razdoblju.

Općenito, preispitivanjem zasnovanim na suradnji i uključenosti postignuta su (najmanje) dva cilja: prvo, omogućena je veća robusnost analitičkih rezultata na kojima se zasniva nova strategija monetarne politike ESB-a zahvaljujući tome što su u obzir uzete različite perspektive, i drugo, povećalo se povjerenje među zaposlenicima i tvorcima politika u Upravnom vijeću. Bilo je iznimno zadovoljstvo svjedočiti postupnom oblikovanju odluka i, naposljetku, jednoglasnom odobrenju nove strategije.

Alexandra Calmuc, viša stručnjakinja za operativnu otpornost, Ured glavnoga koordinatora za zajedničke poslove, odsjek Upravljanje operativnim rizikom i neprekinutim poslovanjem



Za mnoge je organizacije prilagodba na pandemiju koja se neprestano mijenja bila izazov. Na nas u ESB-u povoljan je učinak imao koordinirani odgovor do kojeg je došlo zahvaljujući plodonosnoj međufunkcijskoj suradnji unutar tima za odgovor na incidente (IRT).¹⁵⁰

Od početka pandemije IRT je aktivno pratio situaciju u Frankfurtu, Njemačkoj i Europi i preporučao radne aranžmane i zaštitne mjere u skladu s kretanjima i smjernicama koje su izdavala nadležna tijela. Svi uključeni svojim su stručnim znanjima pridonijeli interesima svih zaposlenika ESB-a kao cjeline.

Moja je uloga bila koordinacija podskupina IRT-a i izrada nacрта zajedničkih preporuka za Izvršni odbor. Vrlo smo rano tijekom pandemije shvatili da je riječ o maratonu, a ne o sprintu. Iznimno sam zahvalna svima u IRT-u koji su dorasli tom izazovu. Unatoč virtualnom okružju uspjeli smo ostati povezani i dobro smo surađivali. Ponosna sam na to što smo do danas održali više od 111 sastanaka IRT-a i sastavili 270 preporuka, a i nadalje pokazujemo iznimnu predanost i entuzijizam.

Guy-Charles Marhic, predstavnik ESB-a u Londonu, glavna uprava Međunarodni i europski odnosi



Preuzeo sam svoje novo zaduženje kao predstavnik ESB-a u Londonu 1. veljače 2021. Ujedinjena Kraljevina i nakon Brexita ostaje važan ekonomski i financijski partner za EU, a ESB mora pratiti kretanja u Ujedinjenoj Kraljevini kako bi ispunio svoj mandat. Ključni su ciljevi Predstavništva ESB-a praćenje regulatornih kretanja i kretanja u politikama vezanih uz Ujedinjenu Kraljevinu, praćenje financijskog sektora i gospodarskih kretanja u Ujedinjenoj Kraljevini, prikupljanje podataka o stavovima nadležnih tijela Ujedinjene Kraljevine vezanima uz politike te objašnjavanje ESB-ovih politika i institucionalnih reforma u EU-u našim partnerima u Ujedinjenoj Kraljevini.

Po dolasku u London uspostavio sam velik broj kontakata u javnom sektoru (primjerice, sa središnjom bankom Bank of England, Ministarstvom financija i predstavnicima iz nacionalnih središnjih banaka EU-a i inozemnih središnjih banaka) i privatnom sektoru (primjerice, s bankama, trgovinskim udrugama i organizacijama za strateško promišljanje). Izvještavam ESB i često surađujem s rukovoditeljima i zaposlenicima iz različitih poslovnih sektora odgovornima za međunarodne odnose, plaćanja, financijsku stabilnost i nadzor banaka.

¹⁵⁰ Tim za odgovor na incidente (IRT) međufunkcijski je tim pod vodstvom odsjeka Upravljanje operativnim rizikom i neprekinutim poslovanjem čiji je sastav fleksibilan i koji čini dio ESB-ove strukture upravljanja odgovorom na važne incidente. Tijekom pandemije bolesti COVID-19 IRT se sastojao od predstavnika iz glavne uprave Ljudski potencijali, uključujući medicinske savjetnike, te predstavnika iz Odbora za zdravlje i sigurnost na radu, Uprave za opće poslove, glavne uprave Informacijski sustavi, glavne uprave Odnosi s javnošću, glavne uprave Pravni poslovi, odsjeka Upravljanje operativnim rizikom i neprekinutim poslovanjem te glavne uprave Operacije na tržištu, glavne uprave Tržišna infrastruktura i platni promet i jedinstvenog nadzornog mehanizma.

Predstavništvo ESB-a nalazi se u prostoru Delegacije Europske unije u Ujedinjenoj Kraljevini. Na taj način imam priliku upoznati nove kolege, održavati sastanke i surađivati s njima, ovisno o mogućnostima. Ta je komplementarnost važna jer nekoliko zaposlenika Delegacije EU-a također ima slične interese vezane uz regulatorna, makroekonomska i politička kretanja u Ujedinjenoj Kraljevini.

María Soledad Ramos Possenti, analitičarka usklađenosti s propisima i upravljanja, Služba za usklađenost s propisima i upravljanje, glavna uprava Tajništvo



Kao članica tima za etiku i integritet Službe za usklađenost s propisima i upravljanje i tajnica Konferencije za etička pitanja i usklađenost s propisima (engl. *Ethics and Compliance Conference*, ECC) blisko surađujem s kolegama unutar Eurosustava i jedinstvenog nadzornog mehanizma (SSM). Sastanci ECC-a (trenutačno virtualni) odlična su prilika za održavanje kontakta s kolegama iz drugih institucija, razmjenu i učenje iz međusobnih praktičnih iskustava i suradnju na razvoju daljnjih standarda vezanih uz etiku i usklađenost s propisima.

Nedavno sam radila na zahtjevnom projektu čiji je cilj bio unaprijediti i uskladiti standarde vezane uz integritet diljem Eurosustava i SSM-a. Bilo mi je zadovoljstvo kad je Upravno vijeće odobrilo taj rad u studenome 2021. usvojivši revidirane etičke smjernice, čime je završen dugotrajan proces koji je katkad obuhvaćao i teške rasprave. S vremenom došli smo do zajedničkog stajališta da naš javni mandat od nas zahtijeva najsuvremeniji etički okvir kako bismo pomogli građanima da održe povjerenje u Eurosustav i SSM. Konstruktivan duh u ECC-u usmjeren na suradnju (u što ubrajam i podršku primljenu od kolega unutar ESB-a) omogućio nam je zajednički rad koji je urodio solidnim rezultatom. Trenutno se veselim nastavku suradnje s ECC-om na primjeni revidiranih etičkih smjernica, što za nas u ESB-u podrazumijeva reviziju vlastitoga etičkog okvira.

Fabio Tamburrini, ekonomist, centar za klimatske promjene



Početkom 2021. ESB je uspostavio centar za klimatske promjene kako bi na jednom mjestu okupio rad na pitanjima povezanim s klimatskim promjenama koji se obavlja u različitim dijelovima banke. Budući da sam radio na području održivih financija više od četiri godine na prijašnjem radnom mjestu u glavnoj upravi Međunarodni i europski odnosi, bio sam vrlo motiviran da sudjelujem u ovim novim nastojanjima i pomognem novom timu oblikovati i usmjeravati ESB-ov klimatski plan. S obzirom na to da je riječ o međusektorskoj temi, centar je organiziran oko šest radnih područja koja obuhvaćaju različite aktivnosti banke povezane s klimatskim promjenama. Ja sam zadužen za područje koje se bavi politikama EU-a i međunarodnim politikama te financijskim propisima. To obuhvaća koordinaciju ESB-ovih doprinosa klimatskim politikama EU-a, zakonodavstvo vezano uz održivo financiranje i inicijative u međunarodnim forumima kao što su skupine G-7 i G-20. Velik dio mog rada uključuje interakciju s institucijama EU-a i međunarodnim organizacijama. Da navedem samo

jedan primjer, član sam Platforme za održivo financiranje EU-a koja Europsku komisiju savjetuje o provedbi taksonomije EU-a i programu održivog financiranja EU-a. Rad u centru za klimatske promjene izuzetno je zadovoljstvo: kombinacija je to agilnosti i timskog duha razvojne tvrtke i svijesti da radimo s ciljem savladavanja najvećega društvenog izazova našeg vremena.

Gijsbert ter Kuile, voditelj tima, pravni savjetnik, Tajništvo Nadzornog odbora i predsjednik Odbora ESB-ove mreže Rainbow



Kao pravni savjetnik u nadzoru banaka ESB-a pridonosim sigurnosti i stabilnosti kreditnih institucija. To mi čini zadovoljstvo jer se na taj način gradi bolja budućnost za Europu i nadolazeće generacije. Jednako mi je zadovoljstvo i moj rad u ESB-ovoj mreži Rainbow, čiji sam predsjednik. Moji kolege u Odboru i ja nastojimo postići radno okruženje u kojemu se kolege iz zajednice LGBT+ osjećaju dobrodošlo i prihvaćeno i gdje su politike i pravila takva da uključuju pripadnike zajednice LGBT+.

Osim toga nastojimo postići da se na našem radnom mjestu poštuju svi aspekti raznolikosti. Kako bismo to postigli, surađujemo s drugim ESB-ovim mrežama za raznolikost (koje se usredotočuju na invaliditet, etničnost i kulturu, roditelje i rodna pitanja) te s Odborom za zaposlenike i glavnom upravom Ljudski potencijali. Redovito se sastajemo i zajednički podižemo svijest svojih kolega u odnosu na sve aspekte raznolikosti – jer svi smo mi različiti. Primjerice, ja sam cis-muškarac, Nizozemac indonezijskih korijena, građanin EU-a, gej, odvjetnik i roditelj.

Mreža Rainbow aktivno uspostavlja suradnju s kolegama iz nacionalnih središnjih banaka i nadzornih tijela. Članstvo u našoj mreži otvoreno je za sve koji rade u ESB-u, ESSB-u i SSM-u bez obzira na to smatrate li se heteroseksualnom osobom ili pripadnikom zajednice LGBT+. Zajednički gradimo ponosnu, šarenu i europsku budućnost!

Godišnji financijski izvještaji

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/ecb.annualaccounts2021~5130ce3be2.hr.html>

Konsolidirana bilanca Eurosustava na dan 31. prosinca 2021.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/ecb.eurosystembalancesheet2021~f9edd2ff57.hr.html>

© **Europska središnja banka, 2022.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka
Telefon +49 69 1344 0
Mrežne stranice www.ecb.europa.eu

Sva prava pridržana. Dopušta se reprodukcija u obrazovne i nekomercijalne svrhe uz navođenje izvora.

Krajnji datum za podatke uključene u ovo izvješće bio je 24. veljače 2022. (iznimke su izričito navedene).

Objašnjenje terminologije i pokrata možete pronaći u [ESB-ovu Glosaru](#) (dostupno samo na engleskom jeziku).

PDF ISBN 978-92-899-5131-9, ISSN 2362-9711, doi: 10.2866/779703, QB-AA-22-001-HR-N
HTML ISBN 978-92-899-5054-1, ISSN 2362-9711, doi: 10.2866/422860, QB-AA-22-001-HR-Q