



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



Ана Р. Ивковић

**УТИЦАЈ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ НА ФУНКЦИОНИСАЊЕ И
РАЗВОЈ ТРЖИШТА НОВЦА**

докторска дисертација

Ментор:

Проф. др Борко Крстић

Докторанд:

Мр Ана Р. Ивковић

Ниш, 2015. године



UNIVERSITY OF NIŠ
FACULTY OF ECONOMICS



Ana R. Ivković

**CENTRAL BANK INFLUENCE TO THE MONEY MARKET
FUNCTIONING AND DEVELOPMENT**

Doctoral Dissertation

Niš, 2015.

Подаци о ментору и члановима Комисије

Ментор:

проф. др. Борко Ж. Крстић, редовни професор Економског факултета у Нишу

Чланови комисије:

проф. др. Емилија Вуксановић, редовни професор Економског факултета у Крагујевцу

проф. др. Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета у Нишу

Датум одбране:

_____ 2015. године

Посвета

Захваљујем се ментору професору др. Борку Крстићу за прихватање менторства, посвећеност овом циљу и све коментаре које ми је дао за унапређење Дисертације.

Овај рад дугујем и дарујем мојим породицама. Мом оцу, деци и супругу, породици из Народне банке Србије.

Захваљујем се колегама из Сектора за монетарне операције - Пеђи Ђумићу, Сави, Наташи, Браниславу, Марку и другим колегама са којима сам учествовала у имплементацији овога што је написано.

Захваљујем се госпођи Јоргованки Табаковић за издвојено време и несебичну стручну помоћ, као и што нам баш личним примером свакодневно показује да се великим знањем и радом увек постигну резултати.

Захваљујем се мом супругу Зорану који је имао разумевања за време које сам провела пишући овај рад. Захваљујем се и мојој деци, Милици и Марку, од чијег детињства сам присвојила четири године, али током којих су и они доста научили о ниској инфлацији и тржишту новца.

Овај рад посвећујем мом оцу Ранку, који ми је био и отац и мајка свих ових година.

Научни допринос докторске дисертације:

Полазећи од дефинисаних циљева истраживања, а кроз процес преиспитивања и доказивања постављених хипотеза, кључни научни допринос докторске дисертације под називом „Утицај централне банке на функционисање и развој тржишта новца“ огледа се у доказивању основне хипотезе да стабилна, предвидива и ниска инфлација представља неопходан предуслов за стабилност финансијског система и развој финансијског тржишта.

Такође, допринос докторске дисертације очекује се и у следећим сегментима:

- детаљнија теоријско – методолошка разрада механизма утицаја референтне каматне стопе на кретање краткорочних каматних стопа, формирање криве приноса на тржишту новца, формирање цена хартија од вредности, као и њен утицај на девизни курс;
- анализа утицаја и ефеката монетарних операција централних банака на ликвидност финансијског система и рочну структуру резерви;
- дефинисање стратегије успостављања организованог тржишта новца и допринос централне банке у том процесу;
- преглед и критичку анализу мера централних банака на функционисање тржишта новца током финансијске кризе;
- идентификовање главних изазова централних банака земаља у развоју са аспекта развоја тржишта новца.

Допринос дисертације се може очекивати и кроз смернице за конципирање одрживе стратегије развоја тржишта новца у земљама у развоју, чије је нормално и ефикасно функционисање неопходан предуслов за стабилност укупног финансијског система.

The scientific contribution of the doctoral dissertation:

Based on the defined goals of the research, the main scientific contribution of the Phd thesis entitled "The Impact of Central Bank on the functioning and development of the money market" is reflected in proving the basic hypothesis that a stable, predictable and low inflation is a necessary precondition for the stability of the financial system and financial market development.

The contribution of the Phd dissertation is also expected to be seen in the following segments:

- detailed theoretical and methodological analysis of the key policy transmission mechanism on the short-term interest rates, the money market yield curve, the pricing of securities, as well as its impact on the exchange rate;

- analysis of the impact and effects of central banks monetary operations on the liquidity of the financial system and the term structure of reserves;

- defining the strategy for establishing organized money market and the contribution of the central bank in this process;

- review and critical analysis of the central banks measures imposed during the crisis on the functioning of money markets;

- identifying the main challenges that central banks of developing countries are faced with in terms of development of the money market.

The contribution of the Phd dissertation is also in the guidelines to design the strategies for sustainable development of the money market in developing countries, the segment whose normal and efficient functioning is important precondition for the stability of the overall financial system.

ИЗЈАВА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Овим изјављујем да сам упознат са пријавом теме докторске дисертације кандидата Ане Ивковић под називом: „Утицај централне банке на функционисање и развој тржишта новца“.

Будући да докторска дисертација испуњава све стручне, научне, техничке и остале захтеве дефинисане Законом о високом образовању, Статутом Универзитета у Нишу и Статутом Економског факултета у Нишу, сагласан сам са предајом докторске дисертације.

Проф. др Борко Ж. Крстић

(потпис ментора)

STATEMENT OF UNDERSTANDING FOR SUBMISSION OF DOCTORAL DISSERTATION

Hereby, I state that I am acquainted with the application for the topic of a doctoral dissertation by the candidate Ana Ivković, under the name: “Central bank influence to the money market functioning and development“.

Since the application for the topic of doctoral dissertation satisfies all professional, scientific, technical and other requirements defined by the Law of Higher Education, Statute of University in Niš and Statute of the Faculty of Economics in Niš, I allow this dissertation.

Prof. Borko Krstić, PhD

(signature of the proposed mentor)

ИЗЈАВА

Под пуном материјалном и моралном одговорношћу изјављујем да је приложена докторска дисертација резултат сопственог научног истраживања и да је коришћена литература на адекватан начин цитирана, без преузимања идеја, резултата и текста других аутора на начин којим се прикрива оригиналност извора. У потпуности преузимам одговорност за спроведено истраживање, анализу, интерпретацију података и закључке.

Својеручни потпис:

У Нишу, дана _____ . године

STATEMENT

With due material and moral responsibility, hereby I declare that the doctoral dissertation is the result of personal scientific research and that the references used are cited adequately without use of ideas, results and texts of other authors in the way that hides the source's originality. I take the full responsibility for conducted research, analysis, data interpretation and conclusions.

Signature:

Niš, _____

„УТИЦАЈ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ НА ФУНКЦИОНИСАЊЕ И РАЗВОЈ ТРЖИШТА НОВЦА“

Апстракт: Адекватно функционисање финансијског тржишта од изузетног је значаја за централну банку, тј. за реализацију циљева у погледу ценовне стабилности и циљева централне банке за одржавање и јачање домаћег финансијског система. Трансмисиони механизам референтне каматне стопе на финансијско тржиште и укупну националну економију остварује се, у највећој мери, преко сегмента краткорочних трансакција на овом тржишту, тј. тржишта новца. То значи да ће степен развоја, ниво конкуренције и ликвидност тржишта новца битно одредити ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике. Истовремено, ликвидност на тржишту новца и каматне стопе које се формирају на том тржишту могу битно утицати и на трошкове задуживања државе кроз примарну емисију трезорских хартија.

Дакле, развој тржишта новца ће бити отежан уколико дизајн мера монетарне политике и њихова имплементација нису оптимални, док ће монетарне операције бити неефикасне или недовољно ефикасне уколико је тржиште новца недовољно развијено. Ова међузависност указује на неопходност успостављања оптималног оперативног оквира монетарне политике, који подразумева да су инструменти монетарне политике и оперативне процедуре дизајнирани тако да представљају адекватну подршку како ценовној и финансијској стабилности система тако и развоју тржишта новца.

Приликом дизајнирања оперативног оквира монетарне политике, централна банка врши избор између директних и индиректних инструмената, пасивног или активног приступа у управљању ликвидношћу финансијског система, као и мањем или већем ослањању на микро и макро-пруденцијалне мере. Избором између наведених опција, централна банка углавном одређује и своју улогу на тржишту новца. Упоредна пракса централног банкарства указује да велики број централних банака активно учествује на тржишту новца, и има снажан интерес у погледу обезбеђења његовог ефикасног функционисања. Процес унапређења финансијског тржишта треба да буде праћен и развојем оптималне тржишне инфраструктуре попут ефикасног платног система и система за клиринг и салдирање трансакција по основу хартија од вредности, као и неизоставним успостављањем ефикасног регулаторног оквира.

Кључне речи: централна банка, тржиште новца, ликвидност тржишта, каматна стопа, стабилна инфлација, развој тржишта.

Научна област: Друштвене науке; **Ужа научна област:** Монетарна политика; **УДК број:** 336.711.

„CENTRAL BANK INFLUENCE TO THE MONEY MARKET FUNCTIONING AND DEVELOPMENT“

Abstract

Central bank has a great interest in well-functioning of financial market, since the efficient financial market supports both- the monetary and financial stability goals of the central bank. The transmission of the policy rate into the financial markets and wider economy normally operates via the short end of the yield curve, i.e. in the money markets. The more developed, competitive and liquid the money market, the more effective the transmission of monetary policy is likely to be. At the same time, liquidity and price stability in short-term markets segment will impact the cost of primary issuance for the government and for other fixed-interest issuers.

In this respect, it is hard for money markets to develop if design or implementation of monetary policy and operations are suboptimal; while the central bank's policy operations will become ineffective or less effective if the money markets is underdeveloped. Therefore, it is very important for the monetary policy operational framework to be optimal. This means that monetary policy instruments and procedures should be designed in a manner which will support monetary and financial stability, and boost the money market development.

When designing its monetary operations framework, the central bank will need to choose between direct and indirect instruments, passive or active stance towards liquidity management, more or less micro and macro-prudential measures. By doing so, it will mostly define its role on the money market. Due to all these reasons, most central banks operate in the money markets as a part of their monetary policy operations and hence have a vested interest in ensuring that these markets operate effectively. The advancement of these markets should also be accompanied by the development of the appropriate market infrastructure such as robust payment and settlement systems, but, first of all, supportive legal framework.

Key Words: central bank, money market, market liquidity, interest rate, stable inflation, market development.

Scientific field: Social Sciences

Narrow scientific field: Monetary policy

UDC number: 336.711

Скраћенице

ABCP - *Asset-Backed Commercial Paper*

Beonia - Belgrade Over Night Index Average

BIS – Bank for International Settlement

БДП – бруто друштвени производ

CBPP - Covered Bond Purchase Programme

CPI – Consumer Price Index

CDS - Credit default swap

DvP – Delivery versus Payment

ECB – European Central Bank

EONIA - Euro Over Night Index Average

ERM – Exchange rate mechanism

ЕУ – Европска унија

FED – Federal Reserve

IMF – International Monetary Fund (Међународни монетарни фонд)

ИПЦ – индекс потрошачких цена

MCI – Monetary Condition Index (Индекс монетарних услова)

млн - милион

млрд - милијарда

НБС – Народна банка Србије

OIS – Overnight Index Swap

OTC – Over the Counter (Ванберзанско тржиште)

PAS - Preferential Access Scheme

ПДВ – Порез на додату вредност

RPI – Retail Price Index

СДИ - стране директне инвестиције

САД – Сједињене Америчке Државе

SNB – Swiss National Bank

САДРЖАЈ:

УВОД	16
I ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ КАО ОСНОВНИ СЕГМЕНТ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА	25
1.1. УЛОГА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА	25
1.1.1. <i>Функције финансијског тржишта</i>	25
1.1.1.1. <i>Основне функције финансијског тржишта</i>	26
1.1.1.2. <i>Остале функције финансијског тржишта</i>	28
1.1.2. <i>Основне тенденције развоја савремених финансијских тржишта</i>	29
1.2. СТРУКТУРА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА	31
1.3. УЧЕСНИЦИ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ	35
1.4. СТРУКТУРА КАМАТНИХ СТОПА	37
1.4.1. <i>Ризична структура каматних стопа</i>	38
1.4.1.1. <i>Кредитни ризик</i>	38
1.4.1.2. <i>Ризик ликвидности</i>	40
1.4.1.3. <i>Порески третман</i>	40
1.4.1.4. <i>Специјалне клаузуле</i>	41
1.4.2. <i>Рочна (терминска) структура каматних стопа</i>	42
1.4.2.1. <i>Теорија очекивања</i>	44
1.4.2.2. <i>Теорија премије ликвидности</i>	45
1.4.2.3. <i>Теорија сегментираних тржишта</i>	46
1.5. ЕФИКАСНОСТ ТРЖИШТА НОВЦА	49
1.5.1. <i>Хипотеза рационалних очекивања</i>	49
1.5.2. <i>Хипотеза ефикасности тржишта</i>	50
1.5.3. <i>Теорија ценовних балона</i>	51
II УТИЦАЈ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ НА СТАБИЛНОСТ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА	55
2.1. ЦИЉЕВИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ	55
2.1.1. <i>Избор и функције оперативног циља монетарне политике</i>	57
2.1.2. <i>Избор и функције интермедијарног циља монетарне политике</i>	58
2.2. СТРАТЕГИЈА МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ	60
2.2.1. <i>Таргетирање номиналне каматне стопе</i>	61
2.2.2. <i>Таргетирање монетарних агрегата</i>	63
2.2.3. <i>Таргетирање девизног курса</i>	70
2.2.3.1. <i>Предности таргетирања девизног курса</i>	71
2.2.3.2. <i>Недостаци таргетирања девизног курса</i>	72
2.2.4. <i>Таргетирање инфлације</i>	76
2.3. ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ И ЊИХОВ УТИЦАЈ НА ТРЖИШТЕ НОВЦА	85
2.3.1. <i>Директне контроле и спровођење монетарне политике</i>	88
2.3.2. <i>Прелазак са директних на индиректне инструменте монетарне политике</i>	91
2.3.3. <i>Индиректни инструменти монетарне политике</i>	93
2.3.3.1. <i>Операције на отвореном тржишту</i>	93
2.3.3.2. <i>Обавезна резерва</i>	102
2.3.3.3. <i>Сталне олакшице (погодности)</i>	105
2.4. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ У ВАНРЕДНИМ УСЛОВИМА	106
2.4.1. <i>Идентификовање стресних ситуација</i>	107
2.4.1.1. <i>Мере централне банке у стресним ситуацијама</i>	109
2.4.2. <i>Екстремне ситуације</i>	109
2.4.2.1. <i>Шта предузети у екстремним ситуацијама?</i>	111
2.4.3. <i>Нове монетарне операције по „нултим каматним стопама“</i>	114
III ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО УЧЕСНИК НА ТРЖИШТУ НОВЦА	117
3.1. ФАЗНИ РАЗВОЈ ТРЖИШНИХ СЕГМЕНАТА	120
3.2. ЦЕНТРАЛНА БАНКА НА НОВЧАНОМ ТРЖИШТУ	122
3.2.1. <i>Утицај централне банке на ликвидност на новчаном тржишту</i>	123
3.2.1.1. <i>Прогноза ликвидности</i>	124
3.2.1.2. <i>Операције централне банке у условима вишка vs мањка ликвидности на тржишту</i>	125
3.2.1.3. <i>Активан vs пасиван приступ управљању ликвидношћу</i>	128
3.2.1.4. <i>Политика сталних олакшица</i>	130
3.2.1.5. <i>Дужина обрачунског периода и механизам упросечавања обавезних резерви</i>	133
3.2.1.6. <i>Јачање улоге операција на отвореном тржишту</i>	136

3.2.2. Утицај централне банке на каматне стопе на новчаном тржишту.....	142
3.2.2.1. Канал каматних стопа.....	143
3.2.2.2. Операције на отвореном тржишту и каматне стопе на тржишту новца.....	146
3.2.2.2. Коридор каматних стопа и каматне стопе на тржишту новца.....	150
3.2.2.3. Политика обавезних резерви и каматне стопе на тржишту новца.....	152
3.2.3. Утицај централне банке на стабилност на новчаном тржишту.....	155
3.2.3.1. Стабилизација услова на тржишту.....	156
3.2.3.3. Мере централне банке и тржишна очекивања.....	160
3.2.3.4. Доминација тржишних учесника.....	165
3.2.3.5. Девроизација.....	168
3.2.3.6. Међубанкарски лимити и тржиште новца.....	169
3.2.3.7. Приливи „вршег“ капитала и стабилност тржишта новца.....	170
3.2.3.8. Зајмодавац у последњој инстанци.....	172
3.3. ЦЕНТРАЛНА БАНКА И ТРЖИШТЕ ДРЖАВНИХ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ.....	174
3.3.1. Основна обележја и врсте државних хартија од вредности.....	174
3.3.1.1. Врсте државних хартија од вредности.....	176
3.3.2. Функције тржишта државних хартија од вредности.....	179
3.3.2.1. Финансирање буџетског дефицита.....	180
3.3.2.2. Инструмент управљања ликвидношћу.....	181
3.3.2.3. Колатерал за репо трансакције.....	184
3.3.3. Државне хартије од вредности на тржишту новца.....	187
3.3.3.1. Важност информација о аукцијама по развој тржишта новца.....	189
3.3.4. Монетарне операције: државне vs хартије централне банке?.....	190
3.3.5. Утицај операција централне банке на тржиште државних хартија и политику јавног дуга.....	195
3.3.5.1. Споразум између централне банке и министарства финансија.....	197
3.4. ЦЕНТРАЛНА БАНКА НА ДЕВИЗНОМ ТРЖИШТУ.....	199
3.4.1. Интервенције централне банке на девизном тржишту.....	199
3.4.2. Девизне своп операције централне банке.....	203
3.4.3. Утицај референтне каматне стопе на девизни курс.....	205
3.5. ПОДСТИЦАЈ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ РАЗВОЈУ ОСТАЛИХ ТРЖИШНИХ СЕГМЕНАТА.....	208
3.5.1. Секундарно тржиште.....	208
3.5.2. Репо тржиште.....	210
3.5.3. Подстицај развоју појединих инструмената тржишта новца.....	211
3.5.3.1. Сертификати о депозиту.....	213
3.5.4. Тржиште финансијских деривата.....	214
3.5.4.1. Девизне своп трансакције.....	217
3.5.4.2. Нерезиденти и дериватне трансакције.....	219
3.6. MARKET INTELLIGENCE ФУНКЦИЈА.....	221
3.6.1. Организација Market Intelligence функције.....	221
3.6.2. Значај Market Intelligence функције – пример из не тако давне прошлости.....	224
IV ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО РЕГУЛАТОР И ОРГАНИЗАТОР НА ТРЖИШТУ НОВЦА.....	227
4.1. ЦИЉЕВИ ЗАКОНСКОГ РЕГУЛИСАЊА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА.....	227
4.1.1. Регулација тржишта и смањење системског ризика.....	228
4.1.1.1. Контрола и надзор над тржиштем.....	229
4.1.1.2. Ризици у банкарском пословању.....	232
4.1.1.3. Будућност регулативе банкарске индустрије.....	234
4.1.2. Заштита инвеститора и ефикасност тржишта.....	237
4.1.2.1. Отклањање ризика информационе асиметрије.....	238
4.2. ОРГАНИЗОВАНО ТРЖИШТЕ НОВЦА.....	243
4.2.1. Пример формирања тржишта новца као независне и самосталне институције.....	248
4.3. ПРИМАРНИ ДИЛЕРИ И МАРКЕТ МЕЈКЕРИ НА ТРЖИШТУ НОВЦА.....	252
4.3.1. Избор групе примарних дилера.....	253
4.3.2. Стране финансијске институције као примарни дилери.....	256
4.3.3. Значај система примарних дилера.....	256
4.3.4. Примарни дилери и тржишне информације.....	259
4.3.5. Привилегије примарних дилера.....	259
V МЕРЕ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА РАЗВИЈЕНИХ ЗЕМАЉА И ФУНКЦИОНИСАЊЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ.....	262
5.1. МЕРЕ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ.....	262
5.1.1. Циљеви и инструменти монетарне политике Европске централне банке.....	262
5.1.2. Циљеви и инструменти монетарне политике Банке Енглеске.....	271
5.2. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ТРЖИШНЕ КАМАТНЕ СТОПЕ ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ.....	281
5.2.1. Цена новца на евро-тржишту новца од настанка светске финансијске кризе.....	282

5.3. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ЛИКВИДНОСТ ТРЖИШТА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ	286
5.3.1. Политика колатерала централне банке у условима финансијске кризе.....	290
5.4. УЛОГА ОПЕРАЦИЈА РЕЛТИНГ АГЕНЦИЈА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ	294
VI ИЗАЗОВИ ЗА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ У ЗЕМЉАМА У РАЗВОЈУ	299
6.1. ДЕЕВРОИЗАЦИЈА / ДЕДОЛАРИЗАЦИЈА	299
6.1.1. Облици доларизације и њено мерење	300
6.1.2. Фактори доларизације	303
6.1.3. Основни недостаци доларизације, тј. разлози за дедоларизацију	306
6.1.4. Мере за дедоларизацију	308
6.2. ПРИЛИВ КРАТКОРОЧНОГ СТРАНОГ КАПИТАЛА.....	313
6.2.1. Ефекти прилива капитала.....	313
6.2.2. Мере усмерене на управљање приливима страног капитала.....	316
6.2.3. Главни облици прилива страног капитала	319
6.2.4. Република Чешка и приливи страног капитала: од рецесије до економског опоравка	324
6.2.5. Мере за ограничење прилива страног капитала: да или не?	327
6.2.6. Приливи капитала и неконвенционалне мере Централне банке Турске.....	329
VII НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ И ТРЖИШТЕ НОВЦА У СРБИЈИ.....	335
7.1. ТАРГЕТИРАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ	335
7.1.1. Модел Народне банке Србије.....	337
7.1.2. Економска интерпретација модела	340
7.1.3. Структура основног модела	342
7.1.4. Симулација модела.....	343
7.2. ТРЖИШТЕ НОВЦА У СРБИЈИ.....	347
7.2.1. Тржиште новца у Србији у периоду од 1995. до августа 2005. године	348
7.2.2. Тржиште новца у Србији од августа 2005. године до увођења Новог оквира монетарне политике (септембар 2006).....	349
7.2.3. Тржиште новца у Србији након увођења Новог оквира монетарне политике НБС	353
7.3. ПРЕПОРУКЕ ЗА УНАПРЕЂЕЊЕ ТРЖИШТА НОВЦА У СРБИЈИ	369
7.3.1. Смањење волатилности инфлације	370
7.3.2. Смањење степена евроизације.....	372
7.3.3. Тржиште муниципалних обвезница у локалној валути.....	379
7.3.4. Увођење нових динарских инструмената.....	380
7.3.5. Унапређење Market Intelligence функције у централној банци.....	382
7.3.6. Организовано тржиште новца.....	384
7.3.7. Међународни клиринг и салдирање државних хартија.....	385
7.3.8. Развој тржишта финансијских деривата	386
VIII ЗАКЉУЧЦИ.....	388
ЛИТЕРАТУРА.....	399
БИОГРАФИЈА КАНДИДАТА.....	404

СПИСАК ГРАФИКОНА

Графикон 1: Кретање стопе инфлације у Швајцарској у периоду 1951 - 2011	65
Графикон 2: Кретање швајцарског франка у односу немачку марку и долар у периоду 1965-1998.....	66
Графикон 3: Стопа раста монетарне базе и стопа инфлације у Швајцарској у периоду 1971 - 1990.....	67
Графикон 4: Просечан период за прелазак са директних на индиректне инструменте монетарне политике	92
Графикон 5: Одступање каматне стопе на осигуране позајмице од референтне стопе ВоЕ.....	108
Графикон 6: Распоред дистрибуције каматних стопа у циљу оцене стресне и екстремне ситуације.....	108
Графикон 7: Очекивања за RPI (<i>Retail Price Index</i>) пет година унапред, изведена на бази своп трансакција	163
Графикон 8: Logenz-ова крива: концентрација активности на различитим сегментима евро-тржишта новца у 2012. години.....	167
Графикон 9: Пример Market Intelligence извештаја Централне банке Енглеске	223
Графикон 10: Рочна структура операција обезб. ЕСВ-а у периоду јан 04 – феб 09	266
Графикон 11: Коришћење сталних олакшица ЕСВ-а периоду јан 08 – јан 09.	266
Графикон 12: Коришћење сталних олакшица ЕСВ по периодима минималне ОР (окт 08 – мар 09)	267
Графикон 13: Број учесника у главним операцијама ликвидности у периоду јан 06 – феб 09.....	267
Графикон 14: Рочна структура операција ЕСВ-а у периоду јануар 2007 – јул 2009. године	269

Графикон 15: Euribor-Euro спред и просечни CDS спред у периоду април 2007 – јул 2008	283
Графикон 16: Три фазе на међубанкарском сегменту евро-тржишта новца	284
Графикон 17: 3m Euribor-OIS и US Libor-OIS спред у периоду јануар 07 – мај 09	284
Графикон 18: Прелазак у трећу фазу и главни догађаји у периоду септембар - новембар 2008	284
Графикон 19: Прилив приватног (без банака) капитала у земље у разоју	329
Графикон 20: Пројекција инфлације из Извештаја о инфлацији	337
Графикон 21: Шок у инфлацији	344
Графикон 22: Шок у девизном курсу	345
Графикон 23: Шок у премији ризика	346
Графикон 24: Шок у премији (са тренутном реакцијом)	346
Графикон 25: Шок у премији са реакцијом након годину дана	347
Графикон 26. Изабрани фактори који су у периоду 23. август 2005 – 31. август 2006 утицали на динарску ликвидност банака у Србији	351

СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1: Годишњи монетарни таргети SNB у периоду 1975 – 1979	66
Табела 2: Прогноза кретања аутономних фактора од стране Централне банке Француске	99
Табела 3: Очекивања за референтну каматну стопу, изведена на бази тржишних каматних стопа	163
Табела 4: Листа hair-cut-а коју ЕСВ примењује на хартије у својим монетарним операцијама	293
Табела 5: Број повећања и смањења кредитног рејтинга	297

УВОД

Последња финансијска криза недвосмислено је потврдила значај који централне банке имају на функционисање и развој укупног финансијског тржишта, а посебно на тржиште новца које је његов важан сегмент. И не само то, као резултат кризе централне банке су свуда у свету постале један од најважнијих учесника на финансијском тржишту. Својим мерама централне банке утичу на каматне стопе и ликвидност на тржишту, политику колатерала и очекивања тржишних трансактора. Кроз утицај на ове категорије оставрује се утицај централне банке на кредитну активност и новчану масу, као и на инфлацију и девизни курс. Последња криза свакако је проширила правац деловања централних банака које све више фокусирају своје напоре и на очување стабилности финансијског система, кроз развој посебног облика јавне функције – макропруденцијалне политике. Без добро одмерених мера монетарне, микро- и макро-пруденцијалне политике доводи се у питање не само развој већ уопште и функционисање укупног финансијског система и свих сегмената финансијског тржишта. Управо тај растући значај добре одмерености и добре комбинације мера централних банака по цео финансијски систем, захтева да се на једном месту детаљно сагледају начини учешћа централних банака на тржишту новца кроз историју, степен њиховог инволвирања у тржишне токове и обим у којем оне постају активнији или мање активан учесник на том тржишту. Анализа предности и недостатака различитих облика деловања централних банака свакако може да послужи као адекватна основа и упориште за адекватније дизајнирање мера централних банака и минимизирање настајања грешака које су се десиле а које су могле да буду избегнуте.

Инспирисан измењеном природом и делокругом пословања финансијских институција, овај рад за **општи циљ** има сагледавање места и улоге централне банке на финансијском тржишту са становишта макро и микроекономских користи које она обезбеђује различитим учесницима на том тржишту, а посебно на тржишту новца које је његов битан сегмент. Будући да је правовремена и оптимална имплементација мера монетарне политике важна је националну економију, као и да је разумевање разлога њиховог увођења и ефеката које ће генерисати од великог значаја за све тржишне трансакторе, рад има и следеће **посебне циљеве**: сагледавање ефеката операција централне банке на ликвидност тржишта новца; сагледавање ефеката операција

централне банке на каматне стопе на тржишту новца; анализу доприноса централне банке у успостављању организованог тржишта новца; анализу мера централних банака и функционисања тржишта новца током финансијске кризе; предлагање мера и активности централне банке које могу подстаћи развој тржишта новца.

Имајући у виду наведене циљеве, намера аутора ове докторске тезе је да са једног модерног становишта, кроз концизна објашњења и практичне примере, опише ефекте мера монетарне политике на функционисање и развој финансијских тржишта, са посебним акцентом на тржиште новца. Намера аутора је и да укаже на одређене мере и активности које би свака одговорна централна банка требала да предузме у циљу очувања стабилности и развоја тог тржишта.

Намера аутора ове докторске тезе је да за анализе финансијских података, односно потврђивање утврђених хипотеза користи различите методе и технике, а пре свега: дескриптивне, математичко-квантитативне, индуктивно-дедуктивне, аналитичко-емпиријске, потом графичке и компаративне анализе, и коначно, економетријске методе и анализе. За потребе квантитативних анализа углавном ће се користити временске серије расположивих статистичких података доступних преко сајтова међународних финансијских организација или прибављених кроз сарадњу са другим централним банкама, као и серије садржане у базама података НБС (а које су доступне преко сајта НБС). На основу разматрања теоријских и емпиријских приступа у спровођењу мера монетарне политике, те компаративне анализе ефеката имплементираних мера на кретања на тржиштима новца, даће се и основне препоруке за мере и активности које би НБС требало да предузме у циљу унапређења тржишта новца у Србији. Конкретне препоруке одражавају сопствене ставове и оцене аутора ове докторске тезе.

Основна хипотеза од које се полазити у истраживању је да стабилна, предвидива и ниска инфлација представља неопходан предуслов за стабилност финансијског система и развој финансијског тржишта (X1). Додатно, полази се и од хипотеза да адекватном комбинацијом инструмената монетарне политике централна банка може оставарити значајан утицај на краткорочне каматне стопе и укупну ликвидност тржишта новца (X2); да изражена концентрација учесника на тржишту новца може умањити његову ефикасност, као и ефикасност мера монетарне политике (X3); да у условима када се

референтна стопа приближи нултој вредности (*zero-bound*), централна банка мора агресивније користити друге инструменте за реализацију својих циљева (X4); и да финансијски систем земаља у развоју карактерише релативно висок ниво финансијске евроизације, што може битно ослабити канал каматних стопа трансмисионог механизма монетарне политике (X5).

У првом делу под називом **Финансијско тржиште као основни сегмент финансијског система** даје се сублимација улоге и значаја финансијских тржишта. Даје се основна структура (подела) финансијског тржишта која је најзаступљенија у стручној литератури и која полази од врсте и рочне структуре финансијских инструмената. У том циљу, даје се преглед врста и карактеристика инструмената на тржишту новца, тржишту капитала, девизном тржишту и тржишту финансијских деривата. Посебан акценат је на тржишту новца преко кога тржишни трансактори настоје да ефикасно управљају својом ликвидношћу, због чега је оно од великог значаја и за државу и за централну банку. Наиме, ликвидно тржиште новца омогућава држави да постигне бољу цену за њен дуг, док сегмент краткорочних трансакција на овом тржишту представља први крак трансмисионог механизма монетарне политике. Поред основне поделе финансијског тржишта према врсти и рочности финансијских инструмената, даје се и подела тржишта на примарно и секундарно тржиште хартија као и берзанска и ванберзанска тржишта. Посебна пажња посвећена је улози кључних учесника на финансијском тржишту, с посебним акцентом на централну банку. Као најзначајнији утицаји централне банке издвојени су: (1) постизање и одржавање макроекономске стабилности (пре свега ценовне стабилности); (2) усмеравање кретања краткорочних каматних стопа; (3) оптимизација ликвидности тржишта; (4) саветодавна улога. У раду је обрађена и структура каматних стопа као основних варијабли на финансијским тржиштима, са акцентом на њихову ризичну и рочну структуру. У том смислу посебно се анализира ризична структура каматних стопа за финансијске инструменте исте рочности, тј. премија за ризик улагања у конкретан финансијски инструмент. Даје се и анализа рочне (терминске) структуре каматних стопа заснована на теорији очекивања, теорији премије ликвидности и теорији сегментираних тржишта које се међусобно допуњују у појашњавању начина формирања криве приноса.

У другом делу рада који носи назив **Утицај централне банке на стабилност финансијског система** посебна пажња у раду посвећена је избору коначног циља монетарне политике, с обзиром да он битно опредељује и избор инструмената и стратегију монетарне политике, а самим тим и ефекте ове политике на тржиште новца. Како је последњих пет деценија обележено значајним трансформацијама у вођењу монетарне политике, даје се и кратак преглед развоја различитих стратегија монетарне политике: од таргетирања каматних стопа током 60-их година и опет крајем 80-их → преко таргетирања монетарних агрегата и напуштања овог концепта → до рађања инфлаторног таргетирања 90-их. Поред циљева и стратегије монетарне политике, анализирају се и инструменти које централна банка користи за њихову реализацију. Обрађене су најважније врсте инструмената, дате су њихове основне карактеристике и канали утицаја на кључне варијабле на финансијском тржишту. Посебан акценат је на операцијама на отвореном тржишту с обзиром да упоредна пракса развоја и имплементације инструмената монетарне политике показује да оне преузимају доминантну улогу у управљању ликвидношћу и краткорочним каматним стопама на тржишту новца. Указано је и на новије тенденције које се крећу у правцу смањења улоге обавезних резерви те успостављању њихове веће флексибилности, што може имати улогу својеврсног подстицаја развоју тржишта новца. Даје се кратак осврт и на сталне олакшице (депозитне и кредитне), с обзиром да каматне стопе на ове олакшице чине својеврстан коридор (границе) за остале стопе на тржишту новца, док сама чињеница да оне постоје у арсеналу мера централне банке делује стабилизујуће на читав финансијски систем. Коначно, указано је да централна банка треба перманентно да предузима превентивне мере како би спречила настанак ситуација које могу нарушити стабилност финансијског система и угрозити функционисање појединих тржишних сегмената. У том циљу, централна банка мора активно да прати домаће али и глобална тржишта новца, а пре свега цене финансијских инструмената, волатилност кључних варијабли на тржиштима новца, кредитни ризик и ризик ликвидности, обиме трансакција на тржиштима новца, тржишта финансијских деривата, кретање цена енергената, хране, некретнина, и др.

У трећем делу рада који носи назив **Централна банка као учесник на тржишту новца** даје се детаљна анализа функција централне банке на појединим сегментима финансијског тржишта. Пре свега се анализира њен утицај на ликвидност финансијског

система, рочну структуру резерви ликвидности, кретање краткорочних каматних стопа, формирање криве приноса на тржишту новца и, коначно, ублажавање кредитног ризика и ризика ликвидности. С обзиром да успостављање и одржавање макроекономске стабилности подразумева координацију мера фискалне и монетарне политике, мере централне банке треба да подржавају и развој тржишта државних хартија. То потврђује и све заступљеније тржишно финансирање буџета путем емисије државних хартија на локалном и иностраним тржиштима, а централна банка, не ретко, има улогу фискалног агента државе. Консеквентно, директне позајмице државе од централне банке се све више напуштају. Ни девизно тржиште које је по својој дефиницији слободно тржиште, не ретко, није изван утицаја централне банке. Обими, фреквенција и смер интервенција централне банке на овом тржишту углавном су опредељени изабраним режимом девизног курса и обимом девизних резерви земље. Кроз своје операције централна банка може допринети и развоју секундарног тржишта хартија, а посебно државних хартија које су најчешће прихватан колатерал у операцијама са централном банком. Кроз девизне своп трансакције централна банка може дати и подстрек развоју тржишта деривата који би, врло извесно, изостао без њеног иницијалног ангажовања. Коначно, све већи број централних банака развијених земаља своје активности усмерава на јачање комуникације са тржишним учесницима. Реч је о увођењу тзв. *Market Intelligence* система који представља организовани облик прикупљања тржишних информација и контакте са тржишним учесницима, што може допринети бољем сагледавању трансмисионог механизма монетарне политике. Ово је посебно битно када текуће каматне стопе и цене финансијских инструмената не одражавају у потпуности очекивања тржишних учесника у погледу будућих кретања инфлације, промене референтне каматне стопе, итд.

У четвртом делу рада који носи назив **Централна банка као регулатор и организатор на тржишту новца** дају се циљеви законског регулисања финансијског тржишта и улога појединих регулаторних институција у том процесу. Добра регулација тржишта недвосмислено представља битан предуслов за потпуно и жељено ефектуирање мера и активности централне банке и других учесника на финансијском тржишту. У развијеним тржишним привредама финансијски систем је свеобухватно регулисан у циљу успостављања и јачања поверења тржишних трансактора у погледу сигурности и равноправног третмана на финансијским тржиштима. Наглашава се и

значај поверења у финансијска тржишта које се темељи на поверењу у њихову организациону ефикасност, систем формирања цена, решавање спорова, систем клиринга и салдирања, те документациону и административну ажурност и транспарентност. У циљу јаснијег сагледавања ове комплексне материје, даје се и кратак преглед основних карактеристика регулативе финансијских тржишта у неколико развијених земаља и указује се на предности организованог над сегментираним и мање ргулисаним тржиштем новца. Наглашава се допринос централне банке за успостављање и развој организованог тржишта новца који се може остварити кроз дефинисање и израду правног, регулаторног и технолошког оквира који су неопходни за функционисање овог тржишта (израда општих, стандардизованих уговора и примена најбољих међународних стандарда и регулативе; прописивање критеријума за учествовање на тржишту новца; утврђивање висине гарантног депозита или адекватног колатерала; утврђивање дневног обима трансакција за поједине врсте трансакција; успостављање ефикасног платног система, система за клиринг и поравнање хартија од вредности, система за електронско трговање и сл). Коначно, увођење функције примарних дилера коју могу да обављају само институције које задовољавају референтне критеријуме утврђене од стране централне банке, може бити важан фактор развоја секундарног тржишта државних хартија. Међутим, њихова улога на малим и неразвијеним тржиштима је дискутабилна, односно, мало је вероватно да увођење система примарних дилера може трансформисати неликвидно тржиште у ликвидно.

У петом делу рада који носи назив **Мере централних банака развијених земаља и функционисање финансијских тржишта током финансијске кризе** посебна пажња посвећена је монетарним операцијама централних банака током последње финансијске кризе. Наиме, са ескалацијом финансијске кризе релевантни каматни спредови, чији нивои указују на премију коју тржишни трансактори зарачунавају на неосигуране трансакције одређених рочности, нагло су повећани. Техничке и фундаменталне анализе показале су да се њихове растуће вредности не могу објаснити само повећаним кредитним већ и ризиком ликвидности који је, у појединим периодима, био главна детерминанта „зидања“ каматних стопа. Без значајнијег ангажовања централних банака тензије на овим тржиштима би трајале знатно дуже, а стабилност финансијских тржишта би била значајно нарушена. Уследила је и серија смањења кредитног рејтинга

за хартије које се могу користити као колатерал у операцијама са централном банком, што је додатно отежавало спровођење монетарних операција. Иницијалну „борбу“ са проблемима који су постајали све акутнији лета 2007. године, централне банке отпочеле су променама референтне каматне стопе. Када су се стопе приближиле критичној граници (тзв. „*zero-bound*“), уследиле су и измене коридора каматних стопа. Наредна група мера, у појединим земљама, односила се на привремено укидање обавезних резерви или пак њихову релаксацију. Како политика *zero-bound* каматних стопа представља ситуацију у којој централна банка не може да спроводи своју политику даљим снижавањем референтне стопе, централне банке су на крају посегле и за одређеним неконвенционалним мерама монетарне политике. Углавном је реч о својеврсним „*quantitative easing - QE*“ операцијама усмереним на дугорочније обезбеђење ликвидности финансијског система. Што се тиче инструмената монетарне политике, од октобра 2008. године централне банке развијених земаља су имале готово једнообразне моделе реакција који се огледају кроз појачање операција обезбеђења ликвидности на дужи рок. И ослањање на сталне олакшице централних банака од ескалације светске финансијске кризе је значајно измењено. Као резултат све израженијег неповерења међу тржишним трансакторима коришћење депозитних олакшица бележило је нагли раст, праћено контракцијом промета на међубанкарском тржишту. У циљу обезбеђења ликвидности у валутама које су у том моменту биле дефицитарне, велики број централних банака развијених земаља спроводио је и девизне своп операције. Додатно, током кризе битно је мењана и прилагођавана политика колатерала за монетарне операције како у погледу дозвољеног рејтинга хартија од вредности, тако и самих емитената хартија али и политике *hair-cut*-а. Све наведено утицало је да централне банке које су пре појаве светске финансијске кризе углавном обезбеђивале резерве до нивоа потребног за ефикасну имплементацију мера монетарне политике, постепено пређу у позицију посредника између банака и постану битан „играч“ на финансијском тржишту. Са друге стране, јачање операција на дуже рокове и снижавање референтних каматних стопа резултирало је снижавањем каматних стопа на међубанкарске позајмице дужих рочности.

У шестом делу рада који носи назив **Изазови за централне банке у земљама у развоју** указује се на измењене услове пословања који су донели и нове изазове за учеснике на финансијским тржиштима а тиме и за централне банкарске у земљама у

развоју. У том циљу посебно се обрађује евроизација финансијских система земаља у развоју која умањује ефикасност мера монетарне политике кроз слабљење канала каматних стопа и јачање преносног ефекта девизног курса. Кроз билансне ризике приватног и државног сектора код којих постоји велика неусклађеност у валутној структури прихода и расхода, израженије осцилације девизног курса могу бити генератор нарастања проблематичних зајмова, а тиме и извор значајног ризика по финансијску стабилност система. Због тога су централне банке земаља у развоју не ретко приморане да имплементирају мере усмерене на смањење степена евроизације/доларизације финансијских система и развој тржишта у локалној валути. Паралелно са питањем евроизације финансијског система, обновљено је и преиспитивање ефеката прилива страног капитала и њиховог утицаја на привредни развој и развој финансијског тржишта. Конкретни ефекти прилива капитала на националну економију несумњиво ће зависити од њихових мотива и начина на који су исти употребљени, те они могу бити како позитивни, тако и негативни. Тако нпр. приливи капитала могу бити снажан генератор напретка, посебно у почетним фазама развоја финансијских тржишта које карактерише ниска или недовољна ликвидност, одсуство тржишних инструмената, неадекватна инфраструктура и висок степен неповерења међу тржишним трансакторима. Са друге стране, краткорочни приливи капитала мотивисани лаком и брзом зарадом („*carry trade*“ трансакције) сматрају се потенцијалним извором финансијске нестабилности. Централна банка, као гарант стабилности финансијског система, својим мерама треба да фаворизује прилив дугорочнијег капитал кроз постизање и одржавање ниске и стабилне инфлације, стварање повољног амбијента за дугорочне пласмане, смањење каматних диференцијала у односу на земље у окружењу, али и кроз примену регулаторних мера уколико се то покаже као неопходно.

Седми део рада који носи назив **Народна банка Србије и тржиште новца у Србији** посвећен је режиму таргетирања инфлације који је Народна банка Србије (НБС) усвојила септембра 2006. године са циљем ефикаснијег регулисања ликвидности банкарског сектора и јачања улоге каматне стопе у трансмисији мера монетарне политике ка стопи инфлације. Од тог периода, као основни званични инструмент НБС користи референтну каматну стопу, док операције на отвореном тржишту, обавезну резерву, интервенције на девизном тржишту и сталне олакшице користи као допунске инструменте монетарне политике. Како у режиму таргетирања инфлације пројекције

инфлације имају изузетно важну улогу, посебна пажња посвећена је моделу НБС за средњорочну пројекцију инфлације. Основни циљ израде средњорочних пројекција инфлације је да укажу на пожељну путању кретања референтне стопе да би се инфлација у наредном периоду кретала што ближе циљаној стопи, а као основно средство користи се макроекономски модел. У раду се дају генералне карактеристике модела који садржи четири главне једначине: инфлацију, девизни курс, производни јаз и референтну стопу. Коначно, даје се и преглед градуелног раста ликвидности тржишта новца у Србији и структура пласмана у инструменте тог тржишта. Посебан акценат је на периоду који је уследио од друге половине 2006, који је обележен докапитализацијама банкарског сектора. Дата је и анализа напретка у управљању краткорочним тржишним каматним стопама која је уследила од увођења режима таргетирања инфлације. Указано је и на непобитну чињеницу да је домаће тржиште новца и даље плитко и изузетно сегментирано, да је понуда инструмената недовољна, те се даје и предлог његовог градуелног развоја. С обзиром да успешност инфлаторног таргетирања у великој мери зависи од степена развијености тржишта новца у локалној валути, већина предлога је усмерена ка ефикаснијем управљању ликвидношћу банака и развоју динарских трансакција и инструмената. У циљу формирања транспарентнијег тржишта, одређени предлози усмерени су на формирање организованог тржишта новца и на јачање комуникације са тржишним учесницима.

I ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ КАО ОСНОВНИ СЕГМЕНТ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

1.1. УЛОГА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

Финансијске институције, финансијски инструменти, тржишта и токови данас, битно се разликују од система какви су постојали у прошлости. Тржиште све више поприма облик електронског тржишта, док физички начин преноса информација, клиринга и салдирања трансакција готово ишчезава. Финансијска писменост више није само пожељан, већ и неопходан предуслов за све привредне субјекте који настоје да своје пословање обављају несметано и ефикасно. Она, између осталог, подразумева познавање основа функционисања финансијског система као и фактора који утичу на његов развој.

Основне улоге финансијског система могу се сублимирати кроз његових шест међусобно повезаних функција:

1. макроекономска – омогућава спровођење економске политике;
2. штедна – развијенији финансијски систем нуди више канала за штедњу и ширу палету инвестиционих производа;
3. обезбеђење ликвидности – могућност брзе конверзије готовог новца у друге облике финансијске активе и обрнуто;
4. кредитна – брже и сигурније одобравање и узимање кредита;
5. функција плаћања – несметано обављање платног промета;
6. заштита од ризика – заштита тржишних трансактора од различитих врста финансијских ризика, тј. неизвесности исхода улагања средстава.

1.1.1. Функције финансијског тржишта

Финансијско тржиште представља скуп финансијских токова, финансијских институција и финансијских инструмената којима се финансијска штедна трансферише од суфицитарних ка дефицитарним трансакторима¹.

¹ Јовановић, М., Крстић, Б., 1998, „Улога банака у развоју финансијског тржишта и процес приватизације“, Економика предузећа 46, специјални број 3 – 4, Ниш, стр 233.

Степен развоја финансијског тржишта у свету високо је корелиран са степеном развоја националне економије и њеном финансијском снагом. Основе на којима почива ефикасно деловање развијеног финансијског тржишта су:

- одрживост фискалног система, тј. фискална политика која је усмерена на стимулисање финансијских улагања привреде и становништва;
- активна улога централне банке и њен утицај на ликвидност учесника на новчаном тржишту и кретање каматних стопа;
- активна улога банака и институционалних инвеститора;
- да су тржишта акција и обвезница, као и тржиште дериватних инструмената део регулисаног тржишта.

Генерално, финансијска тржишта развијених земаља у XXI веку све више конвергирају ка систему који чине: добра и међународно усклађена регулатива; широка лепеза финансијских инструмената, добра повезаност између учесника и ефикасност у мобилизацији и алокацији финансијских ресурса. У земљама у којима не функционишу њихови најважнији сегменти, финансијска тржишта остају неразвијена. Развијеност финансијског тржишта, његова стабилност, дубина и динамика развоја, меродавни су показатељи развијености националне привреде и степена њене спремности за равноправно укључивање у савремене економске токове.

1.1.1.1. Основне функције финансијског тржишта

Основна функција финансијског тржишта јесте функција **алокације** финансијских ресурса у циљу њиховог што оптималнијег коришћења и обезбеђења равномерног економског развоја земље. Оперативно спровођење ове функције подразумева да власници вишкова финансијских средстава – тзв. суфицитарни сектор, стављају средства на располагање субјектима којима недостају средства (тзв. финансијски дефицитарни сектор) у облику кредита или власничких улагања. Овим процесом креирају се финансијски инструменти, односно потраживања финансијски суфицитарних субјеката и обавезе корисника тих средстава.

Према **ширем концепту** финансијског тржишта, сваки пренос средстава од финансијски суфицитарних ка финансијски дефицитарним субјектима, за последицу

има стварање финансијске активе и пасиве, и као такав, представља финансијску трансакцију. Дефицитарни сектор, тј. тржишни учесници чије инвестиције и потрошња надмашују њихову штедњу и приходе могу своје мањкове покривати емитовањем финансијских инструмената који у њиховим билансним позицијама представљају пасиву (обавезе). Истовремено, тржишни учесници чији приходи премашују њихове расходе, могу своје вишкове пласирати у финансијске инструменте (у форми хартија од вредности, депозита и сл.) и тиме остварити право на будући приход или пак имовину његовог издаваоца. Пласмани суфицитарног сектора у њиховим билансним позицијама представљају активу (потраживања). Теоријски, суфицитарни и дефицитарни сектор могу бити састављени од истих учесника: грађани (тј. домаћинстава), предузећа (у најширем значењу те речи), државни органи (на свим нивоима организовања) и иностранство (тј. правна и физичка лица са седиштем у иностранству). Искуствено, највећу заступљеност у суфицитарном сектору имају грађани, тј. домаћинства са њиховом штедњом. У земљама „увозницама“ капитала, велико учешће у структури суфицитарног сектора има и иностранство. У дефицитарном сектору, највеће пак учешће имају предузећа. То је, уједно, пожељна ситуација, под условом да највећи део штедње одлази на продуктивне инвестиције. На страни тражње за средствима најчешће се налазе предузећа која тако финансирају своје пословање и државни органи који се задужују за потребе покрића буџетског дефицита. И становништво се, посебно у развојној фази економије, може наћи у групи дефицитарног сектора у условима нпр. снажног раста хипотекарних кредита или кредита за трајна потрошна добра и сл. Шири концепт, као такав, обухвата и организована и неорганизована тржишта новца.

Ужи концепт финансијског тржишта односи се само на организовано тржиште као начина трговања финансијским инструментима које се спроводи уз строго поштовање правила трговања и организовано формирање цена финансијских инструмената.

Поред поделе на шири и ужи концепт, у стручној литератури налази се и подела на директно (непосредно) и индиректно (посредно) финансирање. Код директног финансирања суфицитарни сектор купује финансијске инструменте директно од дефицитарног сектора. Ово је нпр. случај када инвеститори купују акције или друге хартије предузећа (записе или обвезнице), или пак државне хартије. Непосредно финансирање има своју дугу историју, али је данас мање заступљено углавном због

изазова (ризика) које носи. Са друге стране, индиректно финансирање углавном се односи на финансирање у којем суфицитарни сектор купује финансијске инструменте од финансијских посредника. Посредно финансирање је доминантна, а негде и једина форма финансирања, попут земаља у транзицији или недовољно развијеним тржишним привредама. Пуне ефекте пак финансијско тржиште остварује тек када функционишу и посредно и непосредно финансирање. Због тога је организовано и перманентно ангажовање на развоју финансијског тржишта (стабилизација, регулација и развој инструмената) један од приоритетних задатака централне банке и надлежних државних органа.

На основу изнетог може се рећи да финансијска тржишта представљају „посредника“ преко којег сектори попут предузећа и државе прибављају додатна средства за своје инвестиционе пројекте и финансирање јавних потреба, а инвеститори добијају могућност да улажу своја слободна средства у циљу очувања њихове реалне вредности (деторијација услед инфлације) и у циљу њиховог реалног увећања кроз одговарајуће стопе приноса. Развијеност финансијског тржишта, његова стабилност, темпо развоја, дубина и ширина, могу се сматрати меродавним показатељима развијености националне економије и степена њене спремности за равноправно интегрисање у савремене светске економске токове.

1.1.1.2. Остале функције финансијског тржишта

Поред основне, не мање битне су и остале функције финансијског тржишта.

1. Утврђивање цена финансијских инструмената једна је од важних функција која се реализује преко финансијског тржишта. Цена финансијског инструмента формира се као резултат његове понуде и тражње. Као таква, цена даје јасан тржишни сигнал учесницима на финансијском тржишту. И на овом, као и на другим тржиштима, важи правило да је оно што је добро најчешће и скупо. Сваки инвеститор очекује одређену стопу приноса на финансијски инструмент у који улаже своја средства. Очекиване стопе приноса су различите за различите инструменте, у зависности од њихових карактеристика. Тако нпр. ако се средства улажу у нешто што се сматра релативно сигурним попут државних хартија или осигураних штедних улога у банци, услед вишег степена сигурности, очекивана стопа приноса је нижа. Потом се

врши даља градација у погледу очекиваних стопа приноса. Од улагања у познату реномирану компанију свакако се очекује стопа приноса која је виша од стопе приноса која се остварује на потпуно сигурно улагање, али је она несумњиво нижа од очекиване стопе приноса на улагање у малу или недовољно познату компанију. Другим речима, сваки ниво ризичности улагања има различите нивое очекиваних стопа приноса. Следствено, ниско ризична хартија чија је вредност потцењена на тржишту биће предмет тражње од стране многих инвеститора. Висока тражња погураће њену цену навише док њена очекивана стопа приноса не достигне ниво за који инвестициона јавност сматра да заиста одговара њеном квалитету. Важи и обрнуто, тј. прецењена ризична хартија неће имати довољну тражњу па ће њена очекивана стопа приноса бити коригована навише (цена наниже) до нивоа који се сматра реалним сходно њеном квалитету.

2. Поред утврђивања цене финансијских инструмената, развој финансијског тржишта углавном је праћен **смањењем трансакционих трошкова**. Ово из разлога што јасна правила трговања, стандардизација трговања финансијским инструментима, као и гарантовање извршења закључених трансакција, имају за резултат смањење трансакционих трошкова.
3. Не треба занемарити ни значај **информационе функције** у смислу пружања адекватних информација о броју и обиму реализованих трансакција, ценама финансијских инструмената као и њиховим флукуацијама. Наиме, објективне, правовремене и транспарентне (непривилеговане) информације о финансијским инструментима су драгоцен елемент у сваком финансијском систему. Тек на бази њих се реално може сагледати да ли је неки финансијски инструмент прецењен или потцењен. Због тога је јавна доступност информација које могу утицати на цену финансијских инструмената истовремено једно од најосетљивијих и најважнијих питања у регулацији финансијских тржишта.

1.1.2. Основне тенденције развоја савремених финансијских тржишта

Развијена тржишна привреда захтева знатно шире коришћење механизма и инструмената модерног финансијског система, него што је то случај у мање развијеним привредама. Развијеност савременог финансијског тржишта директно је условљена:

- висином финансијске штедње;
- бројношћу учесника;
- структуром и обимом финансијских инструмената;
- институционалним оквиром;
- инфраструктурном развијеношћу.

Уважавајући напред наведено, **основне тенденције** развоја савремених финансијских тржишта могу се поделити на:

- финансијске иновације,
- техничко-технолошке иновације,
- регулаторне иновације,
- интернационализацију и глобализацију тржишта.

Финансијске иновације. Да би удовољили захтевима савременог пословања, учесници на финансијском тржишту перманентно шире и модернизују палете финансијских производа увођењем нових, као и усавршавањем постојећих инструмената и производа. Финансијске иновације носе са собом и појаву нових или измењених стратегија финансијског пословања, нових сегмената и послова, који, у модерним тржишним привредама потенцијално мењају улогу и значај појединих институција на финансијском тржишту. Тако је снажан талас дерегулације финансијских тржишта у развијеним тржишним привредама, отпочет почетком 80-тих година, донео и значајне монетарне ефекте кроз повећање нестабилности монетарних варијабли. За финансијска тржишта која су тада била изложена инфлацији, високим и флукутирајућим каматним стопама, па чак и рецесији, карактеристична је појава нових финансијских инструмената и финансијских послова у циљу заштите од ризика пословања. Количина новца у оптицају расла је убрзаном динамиком због тога што су неки нови инструменти новчаног тржишта све више потискивали некаматносни „трансакциони новац“ у вршењу функције секундарне резерве. Стратегија таргетирања раста монетарних агрегата бива потиснута у други план, а расте значај девизних курсева и каматних стопа као трансмисионих канала монетарне политике, као и значај ниске и стабилне инфлације као коначног циља монетарне политике.

Техничко-технолошке иновације. Прелазак на електронско пословање, распрострањена употреба интернета у сврхе пружања финансијских услуга, коришћење *on-line* система и електронске комуникационе мреже, омогућавају свим учесницима да своје пословање обављају 24 часа, седам дана у недељи. Другим речима, развој комуникација омогућио је континуирано функционисање финансијских тржишта, независно од временских ограничења и националних оквира. Креирани су нови, интернационални финансијски инструменти, а њихове цене су уједначене на различитим тржиштима.

Регулаторне иновације су постале изузетно важне, заправо неопходне у периоду током и након финансијске кризе. Наиме, развој нових финансијских производа, упркос користима које носи, не ретко доноси и ризике. Управо је регулатор тај који треба да одмери однос користи и ризика и да изнађе балансирану комбинацију рестрикција и дозвола тако да се тржиште не „угуши“ али ни да се не дозволи ни ескалација финансијског ризика.

Интернационализација и глобализација, односно интеграција националних финансијских тржишта у међународна финансијска тржишта такође је једна од тенденција савремених тржишних кретања. На појаву међународних финансијских тржишта највећи утицај имао је настанак евровалутног тржишта шездесетих година XX века, као и велике промене у технологији трговања на берзи и начину клиринга и салдирања закључених трансакција. Као власници капитала на међународном финансијском тржишту јављају се разни субјекти. Лепезу трансактора чине мултинационалне компаније, банке и друге финансијске организације, представници јавног капитала попут међународних финансијских институција као што су Међународни монетарни фонд (IMF), Светска банка, али и централне банке и друге државне институције, па све до веома важне групе физичких лица.

1.2. СТРУКТУРА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

У савременој економској теорији издвојиле су се различите поделе финансијских тржишта, углавном полазећи од његових различитих аспеката. Најзаступљеније поделе су оне које су извршене према: локацији; природи потраживања; моменту извршења

транзакције; природи транзакције; степену организованости тржишта; рочности и врсти финансијског инструмента који се прометује на њима.

Са аспекта **локације**, финансијска тржишта деле се на: (1) *локална*, (2) *национална*, (3) *регионална* и (4) *интернационална*. Укратко, локална тржишта су по свом домету ограничена на мање локалитете унутар националне економије. Национално, тј. домаће финансијско тржиште обухвата финансијске транзакције које се одвијају између учесника у земљи у којој је транзакција обављена. Регионално тржиште покрива подручје неке шире регије, док су интернационална тржишта она на којима се обављају транзакције између учесника из различитих региона и континената. Данас је далеко теже направити сегментацију тржишта са аспекта места трговања.

Са аспекта **природе потраживања** која произлазе из финансијских инструмента фигурира подела на тржишта: (1) *дужничких инструмента* и (2) *власничких инструмента*. Тржиште дужничких инструмента односи се на прометовање инструмента са унапред дефинисаним роковима доспећа и ценом. Са друге стране, власнички инструменти за њиховог власника представљају потврду о учешћу у власништву над имовином емитента, и следствено томе оне имају одређена права на потраживање дела његових прихода или капитала, али и обавезу покрића губитка. Власнички инструменти немају дефинисан рок доспећа.

Са аспекта **момента извршења транзакције** разликују се: (1) *спот*, тј. промптна тржишта на којима се права и обавезе по основу купопродајних транзакција извршавају одмах по њиховом закључењу и (2) *терминска тржишта*, тј. тржишта на којима се права и обавезе по основу уговорених транзакција извршавају у неком договореном тренутку у будућности.

Са аспекта **природе транзакције** фигурирају: (1) *примарна* и (2) *секундарна тржишта*. Зависно од тога да ли се хартије од вредности на тржишту појављују први пут или се врши њихова поновна продаја, разликују се примарно и секундарно тржиште. У том смислу, примарно тржиште обухвата промет финансијског инструмента између оригиналног емитента и првог инвеститора. Секундарно тржиште обухвата све касније купопродаје већ емитованог инструмента, те се може рећи да се

на њему одвија њихов даљи „живот“. На секундарним тржиштима се не обезбеђују финансијска средства директно емитенту, али се обављају две не мање важне улоге: формирање цене инструмента и обезбеђење ликвидности емитованих инструмената.

Са аспекта **степенa организованости** разликују се: (1) **организована** (регулисана) и (2) **неорганизована** (слободна, нерегулисана) **тржишта**. Ужи концепт финансијског тржишта управо полази од организованог тржишта као начина трговања финансијским инструментима. То подразумева организовано сучељавање понуде и тражње на одређеном месту на којем се, уз строго поштовање правила трговине, организовано формира цена финансијских инструмената. Овај концепт се, по правилу, односи на примарна и секундарна тржишта хартија од вредности у форми берзанског и ванберзанског промета.

Посматрано из визуре централне банке, можда најбитнија јесте диференцијација финансијског тржишта са аспекта **рочности и врсте финансијских инструмената** који се прометују на тржишту, и то на: (1) тржиште новца; (2) тржиште капитала; (3) девизно тржиште; (4) тржиште деривата.

- **Тржиште новца** је тржиште финансијских инструмената са оригиналним роком доспећа до годину дана, при чему оно обухвата и трговину жиралним новцем, као специфичним обликом финансијске активе. Тржиште новца се, због краћих рокова доспећа, одликује већом ликвидношћу и следствено нижим финансијским ризиком. Економски субјекти се појављују на тржишту новца ради задовољења потреба ликвидности али и ради упошљавања слободних средстава. Висина каматне стопе на тржишту новца формира се на основу понуде, тражње, рочности и ризичности пласмана. Повећање каматне стопе на тржишту новца сигнал је смањења ликвидности привредних субјеката и/или раста ризичности пласмана. Пословне банке које на овом сегменту финансијског тржишта тргују краткорочним финансијским средствима, операције куповине и продаје обављају махом са другим банкама, али и са централном банком. Централна банка је често организатор тржишта новца због чега и регулише и контролише његов рад, тј. прописује и прати услове које пословна банка мора испунити да би стекла право учесника на тржишту новца. Трансакције на тржишту новца банка може

закључивати у своје име и за свој рачун, у ком случају је реч о дилерској улози банке. Уколико банка новчане трансакције обавља у туђе име и за туђ рачун, посредовањем између купаца и продаваца краткорочних финансијских средстава, банка спроводи брокерску функцију.

Поред неспорне чињенице да је овај сегмент тржишта важан за све тржишне трансакторе који настоје да ефикасно управљају својом ликвидношћу, он је од великог значаја и за државу и централну банку. Ликвидно тржиште новца омогућава држави да постигне бољу цену за њен дуг, кроз континуирану емисију државних хартија, док сегмент краткорочних трансакција на овом тржишту представља први крак трансмисионог механизма монетарне политике. Као такво, тржиште новца је опредељујуће за свакодневно управљање ликвидношћу од старне банкарског сектора али и кредитно-монетарну контролу коју спроводи централна банка.

- **Тржиште капитала** је сегмент финансијског тржишта на коме се емитују и прометују финансијски инструменти са роком доспећа преко једне године, односно сегмент преко кога се финансирају дугорочнија улагања економских субјеката. Његова основна функција јесте да кориснику капитала омогући прибављање капитала по тржишним условима који су за њега најповољнији, а власнику капитала да омогући њихов пласман под условима који су у том моменту актуелни. Тржиште капитала се генерално може поделити на тржиште обвезница, хипотекарно тржиште и тржиште акција. Развој тржишта капитала ствара додатне предуслове за раст домаће финансијске штедње и ефикаснију алокацију ресурса, повећање палете доступних финансијских услуга и лакши приступ иностраном капиталу.

- **Девизно тржиште** је сегмент финансијског тржишта на којем се тргује потраживањима деноминованим у страниј валути. На девизном тржишту закључују се промптна и терминска купопродаја девиза. Централна банка се на девизном тржишту углавном појављује као својеврсни интервент који може утицати на однос понуде и тражње на том тржишту и последично на формирање интервентних девизних курсева. Мере које централна банка може користити за

интервенције на девизном тржишту су директна куповина или продаја девиза, потом репо послови (куповина/продаја девиза по спот курсу и њихова продаја/куповина на термин) као и девизни своп послови. У периоду веће неусклађености између понуде и тражње девиза која је базирана на економским фундаментима, уколико централна банка жели да спречи претеране дневне флукуације девизног курса, она ће углавном спроводити операције директне куповине, односно продаје девиза усмеравајући тиме девизни курс у одређеном правцу. У случају привремених неусклађености на девизном тржишту, централна банка ће радије користити девизне репо или своп операције.

- **Тржиште деривата** је тржиште финансијских инструмената изведених из основних финансијских инструмената. Ово тржиште је специјализовано за трговину дериватним инструментима, чија је примарна функција заштита инвеститора од финансијских ризика. То је свакако била примарна идеја приликом развоја тржишта ових инструмената. Временом, креирали су се и сложенији и донекле ризичнији облици финансијских деривата, тако да је пракса показала да на плитким и недовољно ликвидним тржиштима треба развијати искључиво базичне и транспарентне инструменте заштите од финансијског ризика, пре свега девизног и каматног ризика.

1.3. УЧЕСНИЦИ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ

Као и већина других система и финансијски систем је у сталном мењању, прилагођавању и развоју, али су неки његови базични постулати у смислу учесника и начина финансирања релативно непромењени у последњих неколико деценија.

Традиционално, лепезу учесника у финансијском систему чине финансијски учесници чија је делатност превасходно везана за финансијско пословање и нефинансијски учесници чија делатност није примарно везана за финансијски систем и послове на финансијском тржишту. У том смислу, сегментација кључних учесника финансијског система може се извршити на финансијске и нефинансијске учеснике.

Финансијске учеснике чине:

- депозитне институције (комерцијалне банке, штедионице);
- недепозитне институције (осигуравајуће компаније, пензиони фондови);
- инвестициони посредници (инвестиционе банке, инвестициони фондови, фондови тржишта новца, финансијске компаније);
- услужне финансијске институције (брокерска друштва, дилерска друштва, инвестициони саветници).

Нефинансијске учеснике чине:

- становништво и привреда – као изузетно важни субјекти на страни понуде и тражње за средствима;
- централна банка и држава.

И поред непромењености неких базичних постулата, услед свих директних и индиректних, јасних и мање јасних, појединачних и синергијских ефеката која кретања у финансијском систему имају на остале елементе економског и друштвеног система, континуирано праћење и изучавање финансијских тржишта и његових институција се наметнуло као неминовност модерног друштва. У том смислу, потребно је недвосмислено утврдити значај који поједине институције, попут централне банке, могу имати на развој финансијског система, те утврдити кључне препреке и генераторе њиховог развоја.

С обзиром да централна банка својим операцијама обезбеђења и повлачења ликвидности које спроводи на различите рокове и кроз различите врсте инструмената - утиче на количину новца у оптицају, она може, директним и индиректним каналима, утицати и на кретање каматних стопа, инфлације, девизног курса као и других релевантних финансијских варијабли који имају велики утицај на функционисање финансијског система. Следствено, најзначајнији утицаји централне банке на функционисање и развој тржишта новца могу се сублимирати кроз следеће функције:

- постизање и одржавање макроекономске стабилности (пре свега ценовне);
- усмеравање кретања краткорочних каматних стопа;
- оптимизација ликвидности на тржишту;
- функција организатора и регулатора тржишта новца;
- саветодавна улога.

У којој мери ће се овај утицај проширити и на остале сегменте привредног система, зависиће од степена развијености и микроструктуре тржишта новца. Циљ сваке централне банке је да временом, са развојем међубанкарског тржишта, смањује своје присуство на краткорочном сегменту финансијског тржишта на ниво који ће обезбедити његово несметано и ефикасно функционисање.

Поред централне банке, не треба занемарити ни утицај државе и локалних органа који се тржишно финансирају на дубину и ширину финансијског тржишта. Њихово присуство је посебно битно у раним фазама развоја тржишта, те се развоју примарног и секундарног тржишта државних хартија од вредности даје велики значај у земљама у транзицији. Тако нпр. политика финансирања буџетског дефицита може имати знатан утицај како на ликвидност тржишта тако и на формирање криве приноса и консеквентно и на укупан привредни амбијент. И заиста, ако држава нпр. жели да дефицит финансира искључиво кроз емисију дугорочних хартија, то се, кроз раст тражње дугорочнијих финансијских извора, може пренети на цену капитала за сва дугорочна улагања, па и на инвестиције у привреду. Консеквентно, поједини инвестициони пројекти могу остати нереализовани услед недостатка финансијских средстава, што привреду може да уведе у ризик од појаве рецесионих тенденција. Опредељење пак државе да дефицит финансира искључиво краткорочнијим задуживањем, може подстаћи раст цене краткорочнијих вишкова финансијских средстава и следствено водити у већу неликвидност и раст неизмирених потраживања. Због наведених разлога, државе које имају добре средњорочне стратегије управљања јавним дугом, опредељују се за равномернију заступљеност свих рочности хартија од вредности, или пак концентрацију на средњорочне хартије у циљу минимизирања могућности настајања рецесионих тенденција и ризика неликвидности.

1.4. СТРУКТУРА КАМАТНИХ СТОПА

Лепезу производа на развијеним финансијским тржиштима чини велики број финансијских инструмената са различитим каматним стопама². Узроци диспаритета

² Шошкић, Д., Живковић, Б., 2011, »Финансијска тржишта и институције«, Економски факултет, Београд, стр. 188 – 206.

каматних стопа налазе се у њиховим различитим карактеристикама, тј. квалитету самих инструмената и њиховом року доспећа.

Разлике у нивоу каматних стопа код инструмената са истим роком доспећа објашњавају се ризичном структуром каматних стопа (*interest rates risk structure*). Узроци формирања различитих каматних стопа за финансијске инструменте истог квалитета а различите рочности, објашњавају се терминском, тј. рочном структуром каматних стопа (*interest rates term structure*).

1.4.1. Ризична структура каматних стопа

С обзиром да су каматне стопе на финансијске инструменте једне од кључних варијабли на финансијском тржишту, анализа њихове структуре ризика је изузетно важна како са аспекта развоја тржишта тако и његове стабилности. За квалитетну анализу потребно је имати у виду да су стопе приноса, тј. каматне стопе на различите дуговне финансијске инструменте исте рочности под дејством неколико њихових карактеристика:

1. кредитни ризик,
2. ризик ликвидности,
3. порески третман,
4. специјалне клаузуле.

1.4.1.1. Кредитни ризик

Кредитни ризик (*default risk*) представља ризик неизмиривања обавеза од стране емитента финансијског инструмента њеном имаоцу, тј. власнику. Дужа рочност инструмента за инвеститора значи већу, тј. перманентнију изложеност ризику од финансијског губитка. Уз то, у дужем року већа је вероватноћа да ће доћи до промене укупног пословног амбијента али и квалитета самог емитента, што додатно повећава ниво кредитног ризика финансијског инструмента.

Како би умањили кредитни ризик својих инвестиција, субјекти који не поседују довољно информација или сматрају да нису у могућности да самостално процене

квалитет емитента и конкретног финансијског инструмента, могу се у својим одлукама ослањати на извештаје рејтинг агенција. Светски најпознатије рејтинг агенције су *Standard&Poor's*, *Moody's* и *Fitch* које, на редовној основи, извештавају јавност о инвестиционом рангу инструмента са тржишта новца и капитала. Оцена рејтинга инструмента зависиће, преваходно, од квалитета самог емитента, чија процена подразумева анализу великог броја релевантних параметара. На оцену ће свакако утицати и могућности употребе инструмента као залог у релевантним операцијама и трансакцијама, попут операција са централном банком, те редоследа у наплати неизмирених обавеза из стечајне масе емитента. Са протоком времена, у зависности од дешавања на глобалном финансијском тржишту, финансијски инструменти могу мењати своју позицију на лествици рангирања. Ипак, треба бити опрезан приликом коришћења, тј. ослањања искључиво на оцене рејтинг агенција о чему ће бити више речи у глави V, тачка 4.

Кредитни рејтинг инструмента који имају виши ниво кредитног ризика налази се испод нивоа Ваа/ВВВ. Као такви, они се сматрају спекулативним инструментима, колоквијално познатијим као „*junk bonds*“. Инструменти са релативно нижим кредитним ризиком су инструменти инвестиционог ранга од Ваа/ВВВ (у зависности од рејтинг агенције) и више. Државне хартије, иза којих стоје фискални ауторитети тј. право убирања пореза, уобичајено имају највиши Ааа/ААА рејтинг и сматрају се инструментима без кредитног ризика (*default free*). Разлика у каматним стопама између свих других инструмента и инструмента који не носе кредитни ризик назива се ризико премија. Висина ризико премије инструмента указује колико виши принос очекују инвеститори да би били стимулисани да улажу у њега. Тако нпр. уколико постоји најава раста кредитног ризика за одређени инструмент, тражња за њим пада, док тражња за сигурнијим хартијама, попут државних, расте. Као резултат описаног удруженог ефекта, ризико премија овог првог инструмента расте, што је, не ретко, случај у рецесионој фази економског раста. Последња финансијска криза пак, указала је да ни државне хартије нису остале поштеђене смањења рејтинга услед растућег кредитног ризика повезаног са високим фискалним дефицитима њихових емитената. Због свега наведеног, а у циљу снижавања ризика у финансијском систему, националним законодавством се могу ограничити улагања у поједине категорије финансијских инструмента.

1.4.1.2. Ризик ликвидности

Ликвидност финансијског инструмента је важна карактеристика коју инвестициона јавност вреднује приликом доношења својих инвестиционих одлука. Ликвиднији, тј. инструменти који се могу брже и уз ниже трансакционе трошкове заменити за готовину интересантнији су за улагаче који су због тога спремни да у њих инвестирају уз нешто ниже стопе приноса. Ликвидност је, по правилу, већа код инструмената који имају краћи рок доспећа и који својим квалитетом и сигурношћу лако налазе новог купца. По правилу, краткорочни инструменти су ликвиднији од дугорочнијих, државне хартије су ликвидније од корпоративних, квалитетне корпоративне су ликвидније од мање квалитетних, и тако редом. Ово имплицира да су, када је реч о хартијама од вредности, државне хартије краћих рочности (тзв. државни записи) најликвиднији инструменти на тржишту новца. Поред инвеститора, и сами емитенти су веома заинтересовани за степен ликвидности својих хартија јер од тога директно зависи и цена коју ће, на дан доспећа хартије, морати да плате њиховим коначним имаоцима. Отуда и велики интерес емитента за развој секундарног тржишта за хартије од вредности које емитују, те њиховом настојању да се хартије котирају на организованим и ликвидним секундарним тржиштима.

То конкретно значи да ће се, поред кредитног ризика, ризик ликвидност, тј. утрживост саме хартије, такође рефлектовати на разлику (*spread*) између њене каматне стопе и каматне стопе на хартију издату на одређени рок од стране другог емитента. Другим речима, постојећа разлика у каматним стопама неће одражавати само разлику у кредитном ризику, већ и разлику у степену ликвидности (утрживости) самих инструмената. Тако је током последње финансијске кризе иницијална ризико премија углавном била резултат кредитног ризика, да би, са протоком времена, ликвидносни фактори постали све доминантнији у формирању укупне ризико премије.

1.4.1.3. Порески третман

Порески третман финансијског инструмента, односно прихода по основу пласмана у исти, може битно одредити доношење инвестиционих одлука. Приликом компарације стопа приноса пре и након опорезивања, ова друга стопа има одлучујућу

улогу у инвестиционом одлучивању с обзиром да одражава праву добит коју ће инвеститор добити по основу пласмана у финансијски инструмент.

Код поређења хартија са различитим пореским третманом, неопходно је поћи од једначине која своди стопе приноса пре опорезивања на стопе приноса после опорезивања.

$$S_{po} = S_{pr} \times (1-p)^3$$

где је S_{po} – стопа приноса након опорезивања, S_{pr} - стопа приноса пре опорезивања и p – пореска стопа. Уколико пак желимо да стопу приноса након опорезивања изразимо номиналном тј. стопом приноса пре опорезивања, користимо следећу једнакост:

$$S_{pr} = S_{po} / (1-p)^3$$

Обе једначине су корисне за инвеститоре који желе да упореде стопе приноса на инструменте који немају повлашћени порески третман и оне који уживају пореске олакшице. Ово у случају када држава, односно надлежне институције, настоје да стимулишу пласмане у одређене финансијске инструменте кроз својеврсне пореске олакшице. То је углавном случај са државним хартијама, хартијама локалних државних органа (тзв. муниципалне хартије) или пак хартијама деноминираним у локалној валути када се жели подстаћи њихов развој. С обзиром да порези на приход од пласмана у конкретан финансијски инструмент могу бити и доста високи, одсуство овог пореза на инвеститора утиче подједнако као и повећање њиховог очекиваног приноса.

1.4.1.4. Специјалне клаузуле

Утицај на степен ризичности појединих финансијских инструмената свакако могу имати и неке специфичне клаузуле које инструменти садрже. Пре свих, мисли се на клаузулу опозива (*call option*) и клаузулу превремене наплативости (*putt option*) инструмента.

Опозивост финансијског инструмента значи могућност да га емитент, у одређеном периоду, може откупити пре рока његовог доспећа. Ова клаузула, тј. *call* опција је

³ Fabozzi, F., Drake, P., „*Capital markets, Financial management, and Investment Management*“, The Frank Fabozzi series 2009.

корисна за емитента у условима пада каматних стопа, када се претходно емитовани инструменти могу повући а потом емитовати нови инструменти по нижим каматним стопама. С друге стране, могућност опозива од стране емитента не одговара купцу инструмента. Због тога инвеститори траже да овакви инструменти буду стимулирани кроз веће каматне стопе, тј. да цена опозива у себи садржи и одређену премију као делимичну компензацију инвеститорима за евентуални превремени откуп.

Супротно, постојање *putt* опције значи могућност да купац инструмента, у одређеном периоду, може донети инструмент на наплату и пре рока његовог доспећа. Ова клаузула је корисна за имаоца инструмента у условима дефицита ликвидности на тржишту, када наплаћена средства може искористити за њихов пласман по вишим каматним стопама. Како могућност превремене наплате не одговара емитенту инструмента, овакви инструменти углавном носе ниже каматне стопе у односу на инструменте који не садрже ову опцију.

Уважавајући све набројане факторе који могу утицати на ризичну структуру каматних стопа, тј. стопу приноса на финансијске инструменте, компоненте каматне стопе могу се приказати следећом једначином:

$$r = V_{tz} + R_p + L_p + p_k + C_p - P_p^4$$

где је V_{tz} – безризична каматна стопа (нпр. на одговарајућу државну хартију), R_p – ризико премија (кредитни ризик емитента), L_p – ликвидносна премија, p_k – пореска корекција, C_p – премија опозива, P_p – умањење по основу могућности превремене наплате. У ову једначину може се додати и увећање каматне стопе по основу опције конвертибилности инструмента, али она за потребе овог рада није обрађена јер није толико својствена инструментима тржишта новца.

1.4.2. Рочна (терминска) структура каматних стопа

Не мање важна, са аспекта финансијске стабилности и анализе структуре каматних стопа, свакако је и њихова рочна, односно терминска структура. У том смислу,

⁴ Шошкић Д., Живковић, Б. 2006. „Финансијска тржишта и институције“, *Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду*.

подједнак значај даје се и стопама приноса на исту врсту финансијских инструмента са различитим роковима доспећа.

Предмет анализе су тзв. криве приноса (*yield curve*) које се рачунају и приказују за финансијске инструменте истог квалитета (исти кредитни ризик, порески статус и уговорене клаузуле) а различитих рокова доспећа. Уобичајен облик криве приноса је растући, што имплицира да инструменти са дужим роком доспећа носе већу номиналну каматну стопу услед већег ризика ликвидности. Такође, уколико тржишни трансактори у будућности очекују раст каматних стопа, криве приноса су, по правилу, растуће. То не значи нужно да се у пракси не могу видети и равне или пак опадајуће криве приноса, или пак неки сложенији облици истих.

Крива приноса, тј. терминска структура каматних стопа, има све већу употребу и за предвиђање будуће инфлације, процену стабилности привредних прилика и перцепције инвестиционе јавности о очекиваним економским кретањима у будућности. Из тог разлога, сигнали који долазе са финансијског тржишта један су од веома важних фактора које централне банке прате и анализирају активно, и на бази којих спроводе корективне мере уколико процене да је неопходно.

Уважавајући значај каматних стопа за финансијску стабилност, како националних економија тако и глобалне економије, од изузетне је важности да финансијска јавност разуме факторе који утичу на формирање криве приноса. „У том смислу, у сваком тренутку, присутна су три фактора која утичу на рочну структуру каматних стопа: 1. очекивања тржишних трансактора у погледу будућег кретања каматних стопа, 2. очекивана премија за ликвидност на дужнички инструмент, 3. тржишна неефикасност или потенцијална ограничења у кретању средстава између краткорочног и дугорочног сегмента тржишта⁵“. Уважавајући наведено, најчешће су коришћене три познате теорије које објашњавају разлоге и начине формирања криве приноса:

1. теорија очекивања,
2. теорија премије ликвидности,
3. теорија сегментираних тржишта.

⁵ Крстић, Борко, и Маринковић, Срђан. 1997. „Yield Curve and interest Rate Risk,, *Facta Universitatis, Series Economics and Organization, University of Niš Vol. 1 NO 5: cnp 39.*

1.4.2.1. Теорија очекивања

Теорија очекивања (*expectations theory*) полази од хипотезе да су, разлике у каматним стопама на финансијске инструменте различитих рокова доспећа, условљене очекивањима инвестиционе јавности у погледу будућег кретања каматних стопа. Другим речима, на формирање криве приноса утичу очекивања инвеститора о будућим нивоима каматних стопа. То значи да се каматне стопе на инструменте дуже рочности добијају као интерполиране вредности каматних стопа на краткорочне инструменте.

Теорија очекивања полази од претпоставке да инвеститори немају преференције по питању рока доспећа инструмената. Консеквентно, инструменти истог квалитета са различитим рокова доспећа су перфектни супститути. Ако ова претпоставка стоји, инвеститорима је, са аспекта исплативости, свеједно да ли поседују инструмент са роком доспећа од две године или пак годину дана, и који ће, по доспећу, поново пласирати у инструмент рочности од годину дана. То даље значи да се нпр. на двогодишњи инструмент може применити следећа једнакост:

$$(1 + {}_t r_2)^2 = (1 + {}_t r_1) \times (1 + {}_{t+1} f_1)^6$$

где је ${}_t r_2$ - годишња каматна стопа на двогодишњи инструмент у времену t , ${}_t r_1$ - годишња каматна стопа на једногодишњи инструмент у времену t , ${}_{t+1} f_1$ - годишња каматна стопа на једногодишњи инструмент годину дана од данас ($t+1$), тј. једногодишња форвард (будућа) каматна стопа годину дана од данас. У овом случају форвард каматна стопа представља очекивање инвестиционе јавности о будућој каматној стопи које се у пракси не мора и реализовати.

На основу горње једнакости може се обрачунати једногодишња форвард каматна стопа годину дана од данас као:

$${}_{t+1} f_1 = [(1 + {}_t r_2)^2 / (1 + {}_t r_1)] - 1^6$$

⁶ Fabozzi, F., Mann, S., „*Introduction to Fixed Income Analytics: Relative Value Analysis, Risk Measures, and Valuation, Second Edition*“, on line edition 2011.

На исти начин могу се рачунати и форвард каматне стопе за дуже инвестиционе хоризонте. С обзиром да су стопе на инструменте углавном лако доступне из свакодневних јавних котација стопа путем различитих информационих система, израчунавање форвард каматних стопа је релативно једноставан посао.

Релација између форвард (будућих) и актуелних каматних стопа за одређене инструменте, може указати на очекивања инвеститора и изглед, тј. нагиб криве приноса. Управо ова премиса представља основни постулат теорије очекивања. Уколико је форвард каматна стопа већа од тренутне каматне стопе на инструмент истог квалитета, то имплицира да инвеститор у будућности очекује раст каматних стопа, те је и крива приноса растућа.

У условима када су нпр. краткорочне каматне стопе релативно високе и учесници очекују њихов пад у скорој будућности, инвеститори ће смањити пласмане у краткорочне инструменте у корист дугорочних, како би искористили тренутну повољну ситуацију на тржишту. Субјекти на страни понуде инструмената ће се пак понашати потпуно супротно настојећи да повећају понуду краткорочнијих фондова. Услед пада тражње и раста понуде, на краткорочном сегменту тржишта формира се виша каматна стопа, док се на дугорочном сегменту, услед раста тражње и контракције понуде, каматна стопа смањује. Следствено, новоформирана крива приноса има опадајући облик у условима када тржишни трансактори очекују пад каматних стопа у будућности, и растући облик у условима у којима се очекује њихов раст. Као кључни недостатак ове теорије наводи се чињеница да теорија са подједнаком вероватноћом сугерише могућност растућих и опадајућих кривих приноса, док је емпирија потврдила да су криве приноса углавном растуће (дугорочно посматрано).

1.4.2.2. Теорија премије ликвидности

Теорија премије ликвидности слична је умногоме теорији очекивања, али узима у обзир и одговарајућу ликвидносну премију која зависи од рочности самог инструмента као и још неких његових карактеристика. Сходно овој теорији, инструменти различитих рочности а истих карактеристика могу се сматрати супститутима, али не перфектним, већ супститутима који су заменљиви уз извесне подстицаје у виду

ликвидносне премије. У том смислу се једначина из теорије очекивања допуњује и ликвидносном премијом тако да гласи:

$$(1 + r_2)^2 = (1 + r_1) \times (1 + {}_{t+1}f_1) + LP_2^7$$

где је LP_2 – премија ликвидности за двогодишњу обвезницу.

По аналогiji, једногодишња форвард каматна стопа годину дана од данас рачуна се као:

$${}_{t+1}f_1 = [(1 + r_2)^2 - LP_2] / (1 + r_1) - 1$$

То значи да су, сходно теорији ликвидности, инвестиционе преференце усмерене ка краткорочнијим инструментима не само услед нижег каматног ризика већ и њихове веће ликвидности. То даље значи да одрицање од ових предности захтева и додатну компензацију кроз ликвидносну премију која се увећава са продужењем рокова доспећа инструмента.

Дакле, теорија ликвидносне премије сугерише раст криве приноса и када инвестициона јавност не очекује промену каматних стопа, док би теорија очекивања, при таквом тржишном сентименту, сугерисала равну криву. Консеквентно, крива приноса базирана на теорији премије ликвидности биће увек изнад криве приноса формиране на основу теорије очекивања, неовисно од очекивања инвестиционе јавности у погледу нивоа каматних стопа. Тек ако инвеститори очекују знатнији пад каматних стопа, у износу већем од ликвидносне премије, крива приноса, сходно овој проширеној теорији, имаће негативан нагиб. Услед њене једноставности, али и веће емпиријске потврђености, стручна финансијска јавност ову теорију посебно уважава.

1.4.2.3. Теорија сегментираних тржишта

Теорија сегментираних тржишта продубљује даље премисе теорије премије ликвидности у погледу преференци инвеститора, тврдећи да инвеститори имају јасно дефинисане инвестиционе хоризонте на које желе да пласирају средства, као и да се

⁷ Шошкић Д., Живковић, Б. 2006. „Финансијска тржишта и институције“, *Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду*.

финансијски инструменти не могу третирали као перфектни супститути. Другим речима, инвеститори са кратким инвестиционим хоризонтом куповаће краткорочне финансијске инструменте, док ће инвеститори са дужим инвестиционим хоризонтима (средњорочни и дугорочни) куповати инструменте на дугорочнијим сегментима тржишта. Следствено, каматне стопе за свако доспеће се формирају независно, те се крива приноса за сваки тржишни сегмент формира на основу тако утврђених стопа. Ипак, емпиријски подаци више него недвосмислено указују на међусобну корелираност каматних стопа на тржишту.

Консеквенца овакве хипотезе је да тражња за инструментима одређене рочности није корелирана са тражњом за инструментима друге рочности, тј. на другом тржишном сегменту. Међутим, уколико већина инвеститора испољава преференце према краткорочним инструментима због чега се на тржишту формира притисак веће понуде краткорочнијих фондова, теорија тржишне сегментације сугерише да ће таква ситуација генерисати трајнији притисак наниже на каматну стопу на краткорочне инструменте, док ће се на дугорочном сегменту јавити корективни фактори који гурају цену навише. То значи да ова теорија сугерише растући облик криве приноса за регуларне тржишне услове.

Поређењем хипотеза и закључака описаних теорија, констатује се да су резултати теорије премије ликвидности најприближнији реалности, тј. тржишним кретањима, те да заправо представљају средње решење између претпоставке друге две теорије. Другим речима, финансијски инструменти истог квалитета а различитог рока доспећа јесу супститути, али не перфектни, услед потребе инвеститора да своје пласмане наплате и кроз извесну премију ликвидности. Последња дешавања на финансијским тржиштима недвосмислено су указала на значај ризико премије и премије ликвидности у формирању каматних стопа, али су указала и на знатан утицај централних банака на формирање кривих приноса на тржиштима новца, о чему ће детаљно бити речи у наредним главама.

Без обзира о којој теорији структуре каматних стопа је реч, остаје неспорна чињеница да централна банка својим инструментаријумом битно утиче на њих. Овај утицај се може остварити врло директно - кроз постављање основе за вредновање финансијских

инструментата кроз ниво референтне каматне стопе и политику обавезне резерве, као и кроз мање директне али подједнако ефикасне механизме попут политике управљања ликвидношћу и политике колатерала у монетарним операцијама. Утицај ових фактора на цене финансијских инструмената биће детаљније описан у наредним поглављима.

Такође, кроз историју развоја финансијског тржишта дефинисани су и основни постулати о утицају инфлације на трошак задуживања, тј. на каматну стопу. По том основу, прави се разлика између номиналне и реалне каматне стопе. Реална каматна стопа се добија одузимањем очекиване инфлације од номиналне каматне стопе, и, као таква, она прецизније одражава стварне трошкове задуживања. Номинална каматна стопа се прецизније изражава кроз Фишерову једначину (*Irving Fisher*) која каже да је номинална каматна стопа једнака збиру реалне каматне стопе и очекиване стопе инфлације:

$$i = i_r + \pi^e$$

Консеквентно, реална каматна стопа једнака је разлици између номиналне каматне стопе и очекиване стопе инфлације:

$$i_r = i - \pi^e$$

Када је реална каматна стопа ниска, веће је интересовање за задуживање (трошак кредита се смањује) а мање за кредитирање (нижи је принос). Те две стопе често показују супротна кретања, па се дешава да се земља суочава са периодом високих номиналних и ниских реалних каматних стопа (пример САД седамдесетих година, али и пример Србије почетком XXI века). Сличан закључак важи и за каматне стопе на финансијске инструменте. Раст очекиване инфлације доводи до повећања понуде хартија (емитент настоји да се више задужи) а то доводи до пада тражње обвезница и крива тражње се помера налево. Истовремено, раст очекиване инфлације доводи до померања криве понуде хартија надесно⁸. Равнотежа на тржишту се успоставља на новом, вишем нивоу. Дакле, анализа понуде и тражње за финансијским инструментима на вишегодишњим серијама података показује да када се повећа очекивана инфлација,

⁸ Mishkin, F.S. 2006. "Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта", Дата Статус, Београд.

каматне стопе на финансијске инструменте ће се повећати. Тај ефекат познат је као Фишеров ефекат. Високе каматне стопе негативно утичу на економску активност. Привреда улази у рецесију из које се не излази тако лако. Пад економске активности негативно се одражава и на финансијски сектор, јер, без здраве привредне активности не може се очекивати ни стабилан финансијски систем. То недвосмислено имплицира да инфлација мора бити ниска да би се одржале и ниске каматне стопе а тиме и подржала реална активност и стабилност финансијског система. Другим речима, стабилна, предвидива и ниска инфлација неопходан је предуслов за стабилност финансијског система и развој финансијског тржишта.

1.5. ЕФИКАСНОСТ ТРЖИШТА НОВЦА

Не мање важне за боље разумевање функционисања тржишта новца су и хипотезе о ефикасности тржишта и рационалним очекивањима као и теорија ценовних балона.

1.5.1. Хипотеза рационалних очекивања

Хипотеза рационалних очекивања утемељена је на предвидивости будућности, тј. на аксиому да се економски догађаји у прошлости, садашњости и будућности понављају на исти или сличан начин. То значи да су кретања која ће настати у будућности само један од сценарија који се већ догодио у прошлости. Другим речима, статистички процеси прошлих временских серија ће се, као такви, у истом ил сличном облику, поновити и у будућности.

Практична примена овог концепта подразумева да сви тржишни учесници увек имају све потребне информације на основу којих могу донети рационалне одлуке за будућност. То не значи да је будућност унапред одређена, већ да се вероватноћа сваког од могућих исхода може израчунати. Полазећи од ове премисе закључујемо да временски хоризонт нема неку посебну улогу, будући да се сви актери одмах прилагођавају свакој новонасталој ситуацији. Ефикасност тржишне економије се управо и базира на информисаности и рационалном понашању њених учесника. Свака нова релевантна информација која пристигне на тржиште, повећава знање тржишних учесника о унапред познатом равнотежном тржишном кретању. На тај начин долази до прилагођавања очекивања економских субјеката. Са прилагођавањем очекивања

економских субјеката симултано долази и до прилагођавања цена финансијских инструмената тако да оне, на основу нових релевантних информација, сада прецизније рефлектују фундаменте, тј. прогнозирани равнотежни пут. Дакле, уколико претпоставимо да је будућност статистичка рефлексија прошлости, може се сматрати да се поседује адекватно оруђе помоћу којег се релативно поуздано могу утврдити распони могућег кретања цена или стопа приноса у будућности.

Међутим, упркос прихватању основних постулата хипотезе рационалних очекивања, велики број економиста, међу којима је био и *John Maynard Keynes*, почели су да оспоравају њене налазе. Њихова кључна аргументација (која је поткрепљена искуственим и теријским налазима) своди се на закључак да, што је хоризонт предвиђања дужи, способност економских субјеката да на бази искуства и прошлих података релативно поуздано предвиде будућност експоненцијално опада. У средњем и дугом року, будућност није ризична већ је фундаментално неизвесна. Ипак, основу озбиљних макроекономских анализа чине временске серије података у комбинацији са експертским мишљењем, тј. основни постулати хипотезе рационалних очекивања и даље егзистирају. На бази тих постулата данас су развијени бројни савремени модели који се баве прогнозама кретања кључних варијабли и као такви су веома важни за анализу тржишта новца и доношење одлука свих релевантних актера.

1.5.2. Хипотеза ефикасности тржишта

Док су монетаристи радили на развоју теорије рационалних очекивања, друга група економиста паралелно је развијала хипотезу ефикасности финансијских тржишта. То је и разлог због чега ова друга хипотеза има сличне претпоставке као и хипотеза рационалних очекивања. У основи овај концепт ефикасности тржишта подразумева да су цене свих финансијских инструмената увек објективне и да су сва тржишта увек у равнотежи. Цене инструмената су одраз свих и свима доступних тржишних информација, што се налази у основи објашњења да су цене управо на нивоу на којем треба да буду. Тржишни ризици увек постоје, али се они могу израчунати на исти начин на који се израчунавају и ризици од природних непогода, саобраћајних несрећа и сл. Могућност квантификовања финансијских (системских) ризика као и могућност заштите од тих ризика у основи су одржавања стабилности финансијског система. С обзиром да финансијско тржиште има развијене механизме и ефикасне инструменте за

заштиту од системског ризика, не постоји потреба за било каквим интервенцијама државе. То значи да у оваквом амбијенту нема простора ни за морални хазард.

Међутим, у свету свакога дана и свуда функционише огроман број високо обучених финансијских аналитичара који не верују да су цене на финансијском тржишту увек реалне и да су увек у равнотежи. Због тога они врше анализу свих релевантних информација и прате цене финансијских инструмената свакодневно. Уколико процене да је цена неког инструмента потцењена – они ће га највероватније купити. Обрнуто важи ако процене да је цена неког финансијског инструмента прецењена – пожуриће да га продају. Таквим поступањем велике групе финансијских аналитичара показују да не верују у хипотезу о ефикасном тржишту и понашају се у складу са веровањем да могу да „победe“ тржиште, тј. да ће на дуг рок остварити изнад-просечне приносе. Све док они тако верују, али и док се тако понашају, цене прецењених инструмената ће ићи на ниже и конвергирати ка оптималном нивоу. Истовремено, цене потцењених инструмената ће се у таквом амбијенту кретати на више и такође ће конвергирати ка оптимуму, делујући тако да тржиште заиста буде ефикасно. Због тога се у теорији најчешће може наћи следећа оцена снаге ефикасности тржишта – што је мањи ниво веровања у ефикасност тржишта, тржиште је ефикасније. Тренутак када финансијски трансактори почну да верују у потпуну ефикасност тржишта, она ће нестати.

1.5.3. Теорија ценовних балона

Финансијска тржишта су специфична по томе што се очекивања економских субјеката формирају уз степен субјективности који је на далеко вишем нивоу у односу на остала тржишта (вођени жељом за краткорочним добитком и јефтиним уласком и изласком са тржишта). Консеквентно, и неизвесност на финансијским тржиштима је знатно израженија у поређењу са другим тржиштима. Тржишним фундаментима пре много година бавио се и *John Maynard Keynes*, који је у „Општој теорији“ описао три важне претпоставке на берзи⁹:

- претпоставка да је за прогнозу кретања одређене варијабле меродавније њено актуелно кретање него њено историјско кретање;

⁹ Радоњић, О., 2009, „*Кејнесова теорија конвенционалног одлучивања на финансијским тржиштима*“, Филозофски факултет, Универзитет у Београду.

- претпоставка да је садашња вредност одређене варијабле базирана на тачној прогнози њених будућих вредности, због чега је прихватамо као исправно све до појаве неке нове релевантне информације. Дакле, углавном не узимамо у обзир могућност промена у наредном периоду, тј. претпостављамо да преовлађујуће цене тачно сумирају постојеће стање и сва кретања у будућности;

- ослањање на процену других актера за које верујемо да су боље информисани, полазећи од тога да је наша индивидуална процена кретања одређене варијабле мање релевантна. Другим речима, прати се понашање већине.

У условима релативне стабилности, тј. у условима када нема значајнијих промена цена и када грешке у прогнози нису велике, ове три претпоставке се међусобно подржавају. Међутим, уколико финансијска јавност перципира појаву тренда у тржишним ценама, није искључено формирање очекивања која могу да узрокују настанак спекулативног балона. Реч је о очекивањима која нису формирана на бази реалног стања у привреди (нису утемељена на фундаментима) и као таква, она представљају опасност од прекомерног инвестирања у одређени финансијски инструмент и неодржив раст цена тог инструмента. Дакле, цене расту због тога што индивидуални инвеститор верује да просечан инвеститор на тржишту очекује да ће цене тог инструмента и даље да расту. С обзиром да сви инвеститори доносе одлуке на бази очекивања просечног инвеститора, инвеститори купују тај финансијски инструмент ради његове препродаје, чиме се раст цена заиста и материјализује. Међутим, пошто тржишни раст није базиран на реалним могућностима пословања, тако формиран ценовни балон изненада и нагло пуца, што има за последицу стрмоглав пад цена.

Ипак, то не значи да ће свака непредвиђена промена у окружењу имати за последицу пад поверења у важење прве две претпоставке, па самим тим и клизање привредног система у нестабилност. Да би дошло до фазе дестабилизације тржишта, претходно морају да се активирају механизми који воде ка ситуацији да процес који генерише очекивања има за последицу растућа и веома погрешна предвиђања. Тада настаје ситуација у којој тржишни учесници престају да верују да ће будућност личити на садашњост. Због израженог субјективизма у понашању, финансијска тржишта представљају окружење погодно за активирање дестабилизирајућих механизма који могу довести тржиште до неконтролисаног раста и слома (настанак и пуцање ценовних

балона, тј. мехура). Основна *Keynesova* теорија у вези с поверењем економских субјеката у логичку реакцију јесте та да што више неки појединац зна о појави која је предмет опсервација, то је мање вероватно да ће се његово мишљење о тој појави променити када дође до нових информација. Супротно, у условима мање упућености у одређену проблематику, наше мишљење ће се брже мењати са сваком новом информацијом. Консеквентно, с обзиром да на тржишту врло често доминирају неупућени шпекуланти који су у сталној потрази за краткорочним добицима, веровања инвеститора на финансијским тржиштима су подложна претераним и наглим променама чак и у случају када се деси догађај који нема неки значајан утицај на појаву чије се кретање прогнозира. Превелики оптимизам је ситуација у којој тржишни учесници неоправдано пројектују у будућности веома атрактивне (профитабилне) исходе. Када разочарање захвати тржиште на коме тражња знатно превазилази понуду, оно се руши изненада и снажно. Дакле, под утицајем претераног оптимизма у узлазној фази финансијског циклуса долази до прекомерног инвестирања за којим објективно не постоји потреба, због чега такве околности не могу потрајати. У моменту када се покаже да реални сектор не може да испуни претерано оптимистичка очекивања финансијског сектора, тада циклус улази у силазну фазу. Још је и сам *Keynes* уочио асиметрију у фазама привредног и финансијског циклуса где у случају замене силазне фазе узлазном фазом циклуса нема тако наглог преокрета као у случају када узлазна фаза прелази у силазну. Разлог је врло једноставан – поверење. Једном када се пољуља, тешко га је повратити. То је разлог зашто нпр. снижење каматне стопе у окружењу које је захватио дубоки песимизам нема дејство у кратком року. Са друге стране, прелазак из узлазне фазе у силазну је најчешће врло брз. Кључни разлог томе налази се у чињеници да када кредитори постану свесни да су очекивања која су формирали била претерано оптимистична, они ће настојати да што пре поврате своја средства јер су свесни да ће у условима који ће уследити, опстати само они учесници који су на време извршили конверзију своје активе у високо ликвидне инструменте.

Један од правих примера ценовних балона јесте тржиште некретнина у САД. Кредитно ограничење, у смислу односа зарада и кредита (*debt to income ratio*) довело је до формирања посебног тржишта за стамбене кредите (*subprime credit market*)¹⁰. На

¹⁰ Крстић, Борко, Јемовић, Мирјана и Радојичић, Јелена 2013. „Mortgage market, speculative bubbles and the global financial crisis“, *Economic themes*, No. 4/2013, *Economic themes*, Niš, стр. 663 - 664.

почетку кредитног периода важиле су изузетно ниске каматне стопе како би клијенти били у могућности да узму кредит. Банке су „препакивале“ стамбене кредите и продавале их инвеститорима на новчаном тржишту, а рејтинг агенције су им додељивале AAA рејтинг. Због високе понуде јефтених стамбених кредита, тржиште непокретности се прегревало у периоду 1998 – 2004 (ценовни балон), у периоду када је *Fed* држао каматне стопе на ниском нивоу, због рецесије америчке привреде. Таква ситуација је трајала до момента када су купци тих кредита схватили да је реч о ризичнијим пласманима од оних за које су испрва мислили. Такође, *Fed* је отпочео циклус рестриктивније монетарне политике. Половином 2006. године на тржишту некретнина почињу да се бележе негативне тенденције, што, заједно са растом каматних стопа, доводи велики број клијената у позицију да нису у могућности да враћају кредите. Тако је почела криза на овом сегменту тржишта, која се потом проширила и на остале сегменте тржишта и добила размере светске финансијске кризе.

II УТИЦАЈ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ НА СТАБИЛНОСТ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА

Кључни фактори развоја свих сегмената финансијског тржишта су:

- одржив економски раст;
- стабилна и ниска инфлација;
- конкурентна реална каматна стопа;
- правна уређеност, тј. задовољавајући степен правне сигурности;
- стимулативни порески систем и пореска политика;
- развијен корпоративни сектор;
- психолошки фактори (сигурност улагања, стабилност привредног система).

Свакако, не треба занемарити ни двосмерни утицај између набројаних фактора и степена развоја финансијског тржишта, јер без одрживог развоја финансијског тржишта не могу се очекивати ни релативно високе стопе раста домаће економије.

С обзиром да централна банка не може подједнако и истовремено деловати у свим правцима у смислу да својим мерама и инструментима настоји да обезбеди реализацију великог броја циљева попут пуне запослености, стабилности цена и раста привредне активности, она мора изабрати један основни циљ и настојати да њега реализује.

2.1. ЦИЉЕВИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Крајњи циљеви монетарне политике разликују се међу земљама, а у оквиру једне земље они могу варирати под утицајем једног или више фактора. На избор коначног циља монетарне политике утичу следећи фактори: структуралне карактеристике економије, природа шокова којима је конкретна привреда изложена, приоритети у хијерархији макроекономских циљева, али и степен флексибилности који централна банка настоји и може да оствари у вођењу монетарне политике. У том смислу, избор коначног циља монетарне политике, посебно у земљама у развоју, не ретко је опредељен и степеном независности централне банке од извршне и законодавне власти. Ово из разлога што се, у условима када централна банка доминантно делује као агенција државе, од ње највише очекује да својим мерама подржи фискалну политику

државе. Са друге стране, централна банка која има већи степен институционалне независности моћи ће више да се усредсреди на реализацију основног, дугорочног циља своје политике.

Историјски посматрано, палету циљева монетарне политике чинили су: висока стопа запослености, привредни раст, стабилност цена, стабилност каматних стопа, стабилност девизног тржишта, стабилност тржишта новца и укупна финансијска стабилност.

Иако су поменути циљеви понекад међусобно усклађени – као нпр. висок степен запослености са привредним растом или стабилност каматних стопа са стабилношћу тржишта новца, није реткост да се централна банка нађе у ситуацији тзв. неусклађености циљева. Тако нпр. стабилност цена може бити у сукобу са привредним растом и високом запосленošћу, посматрано на кратак рок. Управо немогућност централне банке да делује истовремено у свим правцима доводила је у питање кредибилитет политика централних банака, због чега су, временом, оне сужавале палету циљева које су настојале да постигну својим монетарним инструментаријумом.

У савременим условима функционисања финансијских система гувернери централних банака водећих земаља приоритет дају монетарној стабилности. Због тога се ниска, стабилна и предвидива инфлација сматра највећим доприносом монетарне политике. Последња финансијска криза пак није умањила значај овог циља, али јесте у фокус „избацила“ и финансијску стабилност, те се централне банке све више, званично или незванично, окрећу дуалним циљевима - а то је постизање и одржавање монетарне и финансијске стабилности.

У основи свих инфлаторних спирала налази се раст новчане масе. На такав закључак упућују све анализе које су рађене на дугогодишњим серијама података (од 1950 до 2000. године), које упућују на висок степен корелације између те две варијабле. Земље са највишим стопама инфлације у прошлости уједно су имале и највише стопе раста новчане масе. Паралелно, постоји висок степен корелације између флукуација новчане масе и флукуација каматних стопа. У том смислу, централна банка мора да

користи све расположиве мере како би утицала на понуду новца, тј. на ликвидност у систему. Ограничавањем понуде новца ограничавају се инфлаторни притисци.

Реализација крајњих циљева монетарне политике била би утолико једноставнија, уколико би њени носиоци поседовали потпуне информације о везама монетарног и реалног сектора привреде, као и о деловању трансмисионог механизма монетарних импулса у домаћој економији. Тада би централна банка могла директно да усмери инструменте монетарне политике ка крајњим циљевима те политике. Ипак, то у пракси није случај. Уз то, централна банка најчешће нема довољно потребних и благовремених информација да донесе најбољу одлуку. Неке економске варијабле као што су каматна стопа или количина новца могу да се прате недељно, па чак и чешће - дневно, док се информације о нивоу цена, нивоу реалне производње, стопи незапослености, кретању привредне активности и сл. могу добити само месечно или пак квартално. Не мање важна је и чињеница да утицај монетарних импулса није тренутан, већ се реализује након извесног времена, а најчешће је то период дужи од годину дана. Уколико би централна банка чекала да прође период од годину дана како би сагледала ефекте својих мера на ниво цена, може доћи у ситуацију да буде прекасно да било шта у својој политици мења, па ефекти погрешног избора неће моћи да се коригују. Управо недостатак и/или неблаговременост потребних информација о деловању трансмисионог механизма монетарних импулса имали су за последицу увођење и две нове категорије циљева (таргета) монетарне политике. Реч је о оперативним и прелазним (интермедијарним) циљевима те политике. Њихова главна сврха је да омогуће формулисање монетарне политике на начин који ће бити јасан и транспарентан, као и да правовремено пруже информације да ли централна банка примењује добру политику и да ли је на правом путу.

2.1.1. Избор и функције оперативног циља монетарне политике

Имајући у виду да између инструмената монетарне политике и изабраног интермедијарног циља не постоји јасна и директна веза, тј. да промена ове варијабле неће дати праву информацију о стварном утицају предузетих монетарних мера, увођење оперативног циља, као варијабле која се налази између инструмената и интермедијарног таргета, имало је за циљ повећање ефикасности спровођења

монетарне политике. Као такав, оперативни циљ монетарне политике представља монетарну варијаблу коју централна банка, кроз своје дневне операције са одговарајућим инструментима монетарног регулисања, може да контролише са прилично високим степеном прецизности.

Избор оперативног циља превасходно је опредељен усвојеном интерпретацијом трансмисионог механизма монетарне политике за конкретну привреду, при чему изабрани циљеви треба да задовоље следеће критеријуме¹¹:

- да је централна банка у могућности да тачно процени величину овог циља за веома кратке временске интервале,
- да централна банка има добру контролу над таргетом, односно да може брзо и на жељени начин да утиче на његово кретање употребом монетарног инструментаријума,
- да његове промене имају опредељујући утицај на промене изабраног интермедијарног циља.

Уколико одређена финансијска варијабла не испуњава било који од наведених критеријума, онда она није подесан избор за оперативни таргет монетарне политике.

Које варијабле су се у пракси показале као адекватне варијабле за оперативни циљ монетарне политике? С обзиром да централна банка оперативно спроводи монетарну политику на појединим сегментима финансијског тржишта (тржиште државних хартија и хартија централне банке, тржиште међубанкарских зајмова, тржиште зајмова централне банке) варијабле финансијског тржишта које су респонзивније на операције централне банке, јесу и највише коришћени оперативни циљеви. Кључна варијабла на финансијском тржишту јесте каматна стопа, због чега, најчешће, краткорочна каматна стопа фигурира као оперативни циљ монетарне политике. Свакако, палета могућих оперативних циљева може да обухвата и друге категорије попут слободних резерви банака, примарног новца и сл.

2.1.2. Избор и функције интермедијарног циља монетарне политике

¹¹ Ђукић, Ђ., 2006., *»Централна банка и финансијски систем«*, Литопапир, Чачак, стр. 209 – 210.

Основна улога интермедијарних таргета монетарне политике јесте да својим кретањем служе као показатељи монетарног “попуштања” или монетарног “затезања”, како би, на основу тих информација, могли да се процене ефекти спроведених монетарних мера на крајњи циљ монетарне политике. Другим речима, коришћењем интермедијарних циљева централна банка може добити брзу повратну информацију о томе да ли се ефекти њених мера простиру у жељеном правцу. Поред тога, интермедијарни циљеви олакшавају централној банци комуникацију са јавношћу¹². Ово јер јавно објављивање тих циљева омогућава монетарним властима ефикаснију најаву и образложење својих намера, али централној банци даје и одговарајући алат за праћење реакције јавности на исте. С друге стране, објављени циљеви представљају посебан облик одговорности централне банке према економским субјектима у монетарном систему, тако да евентуално одступање од истих, мора бити јавно и јасно објашњено.

Да би једна варијабла могла да обавља функцију интермедијарног циља мора да задовољи одређене критеријуме:

- **мерљивост** и **правовременост** - варијабла коју централна банка може једноставно и прецизно да измери у кратком року (не постоје недоумице и нејасноће у погледу тачности величине интермедијарног циља);
- **контролабилност** - централна банка има могућност утицаја и контроле над изабраном варијаблом, тј. мора постојати чврста веза између инструмената монетарне политике и те варијабле, тако да централна банка може управљати њеним нивоом и тако постићи њену циљну вредност;
- **конзистентност** и предвидљива веза са крајњим циљем монетарне политике.

Функцију посредног циља могу имати различите дефиниције монетарних агрегата (уже и шире), каматне стопе (краткорочне и дугорочне), пројекције инфлације централне банке (у режиму таргетирања инфлације), девизни курс и сл. Потенцијални посредни циљеви монетарне политике могу бити не само појединачне варијабле, него и више њих истовремено, при чему треба водити рачуна да постоје и комбинације монетарних варијабли које се не могу истовремено користити у ту сврху¹³.

¹² Blinder, A.S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J. and Jansen, D.-J. 2008. “Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence”, *National bureau of economic research, Working Paper 13932*.

¹³ Mishkin, F.S., 2006., »Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта«, Дата Статус, Београд, стр. 414 – 419.

2.2. СТРАТЕГИЈА МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Реализација основног циља монетарне политике подразумева да централна банка, поред идентификације трансмисионих канала монетарне политике, мора да изабере и:

- одговарајућу стратегију монетарне политике,
- најефикаснији сет процедура и инструмената монетарног регулисања (оперативни оквир),
- методе и моделе за мерење ефикасности спроведених мера монетарне политике.

Стратегија монетарне политике представља правило по којем централна банка реагује на текућа макроекономска кретања, како би омогућила реализацију крајњег (коначног) циља монетарне политике. У оперативном смислу, избор адекватне стратегије монетарне политике подразумева избор оног "елемента" трансмисионог механизма монетарних процеса на који монетарне власти желе да утичу, и на који сматрају да могу директно и релативно брзо да утичу. Приликом избора те варијабле потребно је водити рачуна да је веза између ње и коначног циља монетарне политике чврста.

Историја развоја централног банкарства недвосмислено је показала да не постоји оптимална стратегија монетарне политике коју би све централне банке могле спроводити, нити да је за једну земљу иста стратегија подједнако добра у различитим временским периодима. Због тога, приликом избора адекватне стратегије монетарне политике, треба имати у виду:

- природу шокова којима је конкретна привреда изложена,
- фазу привредног развоја у којој се национална економија налази,
- степен флексибилности који централна банка има у вођењу монетарне политике.

Избор одговарајућег правила, односно функције реакције монетарне политике, централне банке могу вршити из широке палете стратегија монетарне политике, при чему се све могу подвести под две најшире категорије:

- стратегије усмерене на унутрашњу стабилност (стабилност цена),
- стратегије усмерене ка екстерној стабилности (стабилност девизног курса и платног биланса).

Анализирајући развој монетарне политике од половине двадесетог века, најширу примену имале су четири монетарне стратегије, и то:

- таргетирање номиналних каматних стопа,
- таргетирање монетарних агрегата,
- таргетирање девизног курса,
- таргетирање инфлације.

2.2.1. Таргетирање номиналне каматне стопе

Политика таргетирања каматних стопа датира из 50-их година двадесетог века када су Федералне резерве (*Fed*) одлучиле да оперативно спровођење монетарне политике базирају на варијаблама са тржишта новца.

Највећа предност стратегије таргетирања каматних стопа свакако је промптна доступност информација. Подаци о кретању каматних стопа на финансијске инструменте су доступни дневно, чак се могу добити и у интервалима далеко краћим од једног дана. Поред тога, централна банка има значајну могућност утицања на номиналне каматне стопе, што у тржишним привредама она најчешће чини преко операција куповине и продаје хартија од вредности. Промене каматних стопа одражавају се, са одређеним временским помаком, и на кредитну и укупну економску активност. У коначном ефекту, таргетирањем жељеног нивоа каматних стопа, централна банка делује на агрегатну тражњу и привредну активност.

На значај каматне стопе нарочито је указивала кејнзијанска теорија. По кејнзијанцима, каматне стопе су основна варијабла преко које монетарна политика делује на привредна кретања. Тако нпр. уколико се каматне стопе повећају изнад нивоа који централна банка има утврђен као свој оперативни таргет, централна банка ће настојати да повећа понуду новца, што може учинити нпр. операцијама куповине државних хартија на секундарном тржишту (кроз операције на отвореном тржишту). У привреди у којој постоји тржишна равнотежа, вишак тражње за државним хартијама ће повећати њихову цену и следствено довести до жељеног пада каматних стопа (раст цене значи пад каматних стопа, и обрнуто). Пад каматне стопе на хартије од вредности деловаће подстицајно на инвестиције. Ово јер финансијски инструменти сада носе нижи принос,

те је исплативије вишкове ликвидних средстава уложити у куповину инвестиционих добара. Раст инвестиција повећава тражњу на робним тржиштима, што индукује раст националног дохотка. Већа тражња у односу на постојећу понуду новца подстаћи ће раст каматних стопа, што ће пак деловати на пад инвестиција и консеквентно и пад дохотка. На тај начин се поново успоставља равнотежа у привреди, али на вишем нивоу у односу на претходни равнотежни ниво.

Дакле, кејнзијаска теорија тврди да регулисањем кретања каматних стопа, централна банка директно утиче на кретања у реалној сфери економије. Питање је, међутим, да ли је могуће циљно деловање на каматне стопе у складу са крајњим циљевима монетарне политике? Искуство развијених тржишних привреда показало је да каматне стопе немају тако јасне везе са крајњим циљевима монетарне политике. Тако нпр. централна банка има проблем да издвоји утицај монетарне политике на каматне стопе од утицаја који на њих има промена агрегатне тражње. Услед тога, промене каматне стопе неће дати јасну слику о деловању монетарне политике, те је потребно користити и додатне варијабле, попут резерви ликвидних средстава банака или количине новца у оптицају, да би се свеобухватније сагледао ефекат предузетих мера монетарне политике.

Нарочито су монетаристи критиковали употребу каматних стопа у функцији интермедијарних циљева монетарне политике. Према њима, промене каматних стопа могу дати и погрешну информацију о ситуацији у привреди. Објашњење ове тврдње даје и познати Фишеров ефекат. Наиме, централна банка у тржишној привреди може да одлучи да стимулише привредну активност политиком ниских каматних стопа, како то сугерише кејнзијанска стратегија монетарне политике. Одржавање ниске каматне стопе, међутим, тражи стални пораст количине новца у оптицају. То ће пак довести до формирања инфлаторних очекивања и пораста инфлације. Како номинална каматна стопа, поред реалне каматне стопе садржи и инфлациону премију, уместо очекиваног смањења каматне стопе може доћи и до њеног раста. Ако се каматна стопа користи као индикатор карактера монетарне политике, овај пораст ће показати да монетарна политика није била довољно експанзивна, односно да је потребно још више повећавати новчану масу, што ће само додатно јачати инфлаторни притисак и нужно водити новом расту камата. Овај аргумент је и био разлог због чега је, почетком 70-тих година, у условима растуће инфлације и инфлаторних очекивања напуштена политика

таргетирања каматних стопа. Иако се више не користе као посредни таргети монетарне политике, у смислу да циљ буде одржавање номиналних каматних стопа на одређеном нивоу, реперне каматне стопе са тржишта новца део су процеса оперативног спровођења монетарне политике, у којем служе као валидне информационе варијабле. Као такве, оне помажу да се процене информације везане за промене крајњих циљева монетарне политике. Такође, реалне каматне стопе дају информације о стању привреде које не дају промене монетарних агрегата.

Од почетка примене, раних 50-их година, стратегија таргетирања номиналних каматних стопа је често оспоравана али и брањена, тако да је доживљавала и повремене „реинкарнације“ у нешто измењеним облицима. Тако је *Fed* почетком 90-их, након напуштања таргетирања монетарних агрегата у условима растућих ризика од ненаплативих кредита, поново почео да примењују стратегију таргетирања каматне стопе на федералне фондове. Такође, као својеврсну комбинацију ставова кејнзијанаца и монетариста, некејнзијанци су се залагали за приступ таргетирању који комбинује монетарне агрегате и каматне стопе. Према њима, у привреди са сложенем структуром и где постоји висок степен супституције између финансијских инструмената, није могуће наћи појединачну финансијску варијаблу која ће имати јаку везу са реалним токовима привредне активности. Зато се у монетарном таргетирању не треба ослањати само на једну варијаблу већ на адекватну комбинацију неколико варијабли.

2.2.2. Таргетирање монетарних агрегата

Најчешће коришћена варијабла за интермедијарно таргетирање у развијеним тржишним привредама током 70-тих и 80-тих година били су монетарни агрегати. Битан фактор који је утицао на усвајање политике таргетирања годишњег раста монетарних агрегата били су описани проблеми са коришћењем каматних стопа као интермедијарних циљева у условима растуће инфлације и инфлаторних очекивања. Прелаз на политику таргетирања монетарних агрегата био је мотивисан и настојањем развијених земаља да успоставе дугорочну стратегију снижавања инфлације, у којој је регулисање новчане масе дефинисано као кључно средство за постизање ценовне стабилности. Теоретски, таргетирање монетарних агрегата може се описати као

таргетирање стопе раста новчане масе (централне вредности или распона) која је конзистентна са ниском инфлацијом као крајњим циљем монетарне политике.

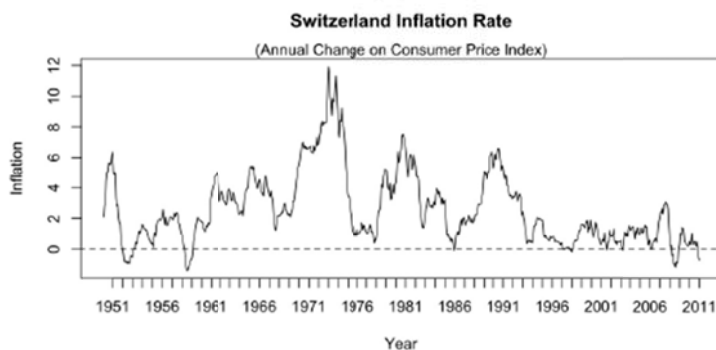
Стратегију таргетирања монетарних агрегата међу првима је усвојила Немачка 1974. године. Као циљна варијабла иницијално је изабран узак монетарни агрегат који су чинили готов новац у отпицају и средства обавезне резерве банака код централне банке. Након 14. година, тј. 1998. године, Бундесбанка је почела да користи шири монетарни агрегат - МЗ. Примарни разлог због којег је Бундесбанка прихватила таргетирање монетарних агрегата било је настојање да се обезбеди њен кредибилитет у јавности након нафтног шока, тј. да се спречи даље ширење примарног ефекта шока цена и нарастање инфлаторних очекивања. Овај режим таргетирања битно се разликовао од Фридмановог правила монетарног таргетирања - константна стопа раста новчане масе као примарни циљ монетарне политике, јер је више био обликован као стратегија која је фокусирана на дугорочне ефекте монетарне политике и контролу инфлације на средњи рок. Важна компонента те стратегије била је транспарентност монетарне политике - јасна, једноставна, разумљива и редовна комуникација са јавношћу. Таргети су утврђивани као циљана стопа раста изабраног монетарног агрегата и јавно су објављивани.

За време примене стратегије таргетирања монетарних агрегата Бундесбанка је стриктно поштовала своју обавезу саопштавања утврђених таргета јавности. Она је одређивала монетарне таргете на крају календарске године за наредну годину. Циљна вредност је одређивана тако што би се на процењену дугорочну стопу раста друштвеног производа додала тзв. неизбежна стопа раста цена. На тај начин Бундесбанка је водила рачуна о томе да су економски субјекти у својим одлукама већ уважили текућу стопу инфлације, као и чињеницу да се инфлација не може елиминисати одмах, већ само постепено. Са друге стране, та „неизбежна“ тј. толерисана стопа инфлације је била испод текуће, чиме се спречавало јачање инфлаторних очекивања. Када је стабилност цена постигнута 1984. године, Бундесбанка је престала са рачунањем „неизбежне“ стопе раста цена, и уместо тога је користила средњорочни циљ за раст цена од 2%. Само монетарно таргетирање није било ригидно правило, већ је постојала прилична флексибилност у његовом спровођењу, што се може закључити и из чињенице да је Бундесбанка дозвољавала да у половини случајева објављени таргети не буду

остварени. Разлог томе је што је Бундесбанка током примене ове стратегије водила рачуна и о другим циљевима, попут привредне активности и девизног курса, уз постепено прилагођавање дугорочном циљу када је инфлација у питању. И поред тога, може се рећи да је режим монетарног таргетирања у Немачкој био успешан у обезбеђивању ниске инфлације, али и да се тај успех може донекле објаснити и чињеницом да је немачка марка изабрана као сидро за механизам девизних курсева (ERM – *Exchange rate Mechanism*), и тиме што је централна банка показала велику посвећеност да се стратегија јасно пренесе јавности.

И Швајцарска је 1974. године званично прешла на стратегију таргетирања монетарних агрегата. Њена стратегија је умногоме била слична стратегији Бундесбанке, ако се има у виду да је њен акценат био на транспарентности монетарне политике, већој одговорности централне банке и бољој комуникацији са јавношћу. Захваљујући овој монетарној стратегији инфлација је успешно снижена - са близу 12% крајем 1973. године на око 1% почетком 1978. године.

Графикон 1: Кретање стопе инфлације у Швајцарској у периоду 1951 - 2011



Извор: рад Shuangshuang, C, 2012, "The implication of the Exchange Rate Floor in Current Times: The Swiss Experience", стр 6.

Ипак, монетарно таргетирање у Швајцарској је било проблематичније него у Немачкој, указујући на тешкоће таргетирања монетарних агрегата у малој отвореној економији која је била и предмет великих промена када је у питању институционална структура њеног тржишта новца¹⁴. Заиста, ниска инфлација подстакла је снажније приливе капитала, што је резултирало снажном апресијацијом франка у односу на немачку

¹⁴ Mishkin, F.S., 2006., »Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта«, Дата Статус, Београд, стр. 499–500.

марку (44% у периоду јануар 1973 – септембар 1978) и још снажнију у односу на долар.

Табела 1: Годишњи монетарни таргети SNB у периоду 1975 – 1979

Таргет за	Таргетирана варијабла	Таргет (%)	Резултат (%)
1975	M1	6	4,4
1976	M1	6	7,7
1977	M1	6	5,5
1978	M1	6	16,2
1979	-	-	

Извор: подаци са сајта Централне банке Швајцарске, део статистика, Historical Time Series 1: The monetary base and the M1, M2 and M3 monetary aggregates.

Због негативног ефекта апресијације франка на извозни сектор, централна банка је октобра 1978. године утврдила лимит за курс швајцарског франка у односу на немачку марку, чиме је Швајцарска била принуђена да привремено напусти режим монетарног таргетирања и пређе на таргетирање девизног курса.

Графикон 2: Кретање швајцарског франка у односу немачку марку и долар у периоду 1965-1998

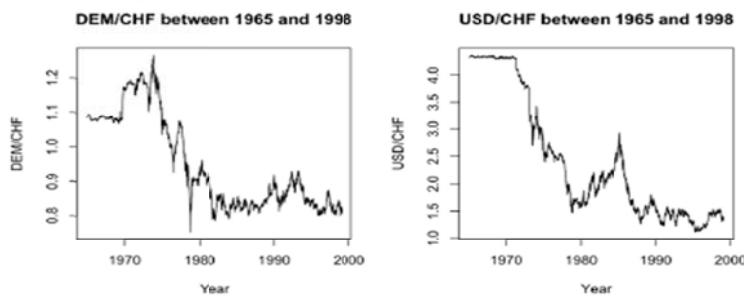


Figure 2. (a) DEM/CHF and (b) USD/CHF between 1965 and 1998.

Извор: Bloomberg и подаци са сајта Централне банке Швајцарске.

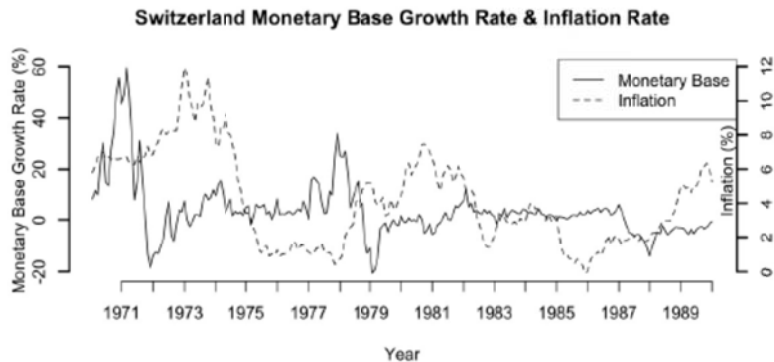
У наредном периоду уследио је раст инфлације, који се донекле може повезати са изабраном стратегијом таргетирања доње границе девизног курса. Реч је о удруженом ефекту по основу раста монетарне базе и тзв. преносном (*pass-through*) ефекту девизног курса на увозне цене у условима таргетиране депресијације домаће валуте¹⁵.

Други проблематичан период са аспекта успешности монетарне политике уследио је у периоду од 1989. до 1992. године, када је стопа инфлације достигла 5%. Наиме, због

¹⁵ Shuangshuang, C, 2012, “The implication of the Exchange Rate Floor in Current Times: The Swiss Experience”, University of California, Berkeley.

поновог јачања франка, централна банка је била приморана да дозволи раст монетарне базе по стопи већој од таргетиране (која је тада износила 2%), након чега је уследило и ревидирање таргетиране стопе раста на 3%.

Графикон 3: Стопа раста монетарне базе и стопа инфлације у Швајцарској у периоду 1971 - 1990



Извор: рад Shuangshuang, C, 2012, "The implication of the Exchange Rate Floor in Current Times: The Swiss Experience", стр 8.

Други разлог раста инфлације налази се у преласку на нови међубанкарски платни систем, што је довело до измене ликвидности у систему а тиме и померања тражње када је у питању монетарна база. Време и грешке које су уочене показале су да је основни разлог неуспеха швајцарске стратегије био њена недовољна флексибилност, и чињеница да таргетиране стопе раста новчане масе нису биле довољно добар показатељ смера монетарне политике. Када је то уочила, централна банка је прешла на флексибилнији приступ који је подразумевао реализацију таргета на средњи рок а не на годишњем нивоу. И поред привременог повећања стопе инфлације у периоду од 1989. до 1992. године, Централна банка Швајцарске (*Swiss National Bank – SNB*) је ипак била успешна у контроли инфлације. Иако је 1999. године прешла на режим инфлаторног таргетирања, ова централна банка и даље користи монетарне агрегате као информационе варијабле.

Са друге стране, у историји централног банкарства налазимо и примере попут САД, Велике Британије и Канаде које су током 70-их примењивале политику таргетирања монетарних агрегата, али та стратегија у њиховом случају није била успешна. Након неуспеха стратегије званичног таргетирања каматних стопа, *Fed* је 1970. године објавио заокрет ка политици посредних таргета. На сваких шест седмица одређивани су таргетирани распони за стопе раста монетарних агрегата M1 и M2, а паралелно са тим утврђивана је и каматна стопа на федералне фондове за коју је *Fed* сматрао да је конзистентна са датим циљевима. Таргетирани нивои као и распони за раст

монетарних агрегата били су прилично високи и широки, док је распон за каматну стопу на федералне фондове био знатно ужи. Трговинско одељење у банци *Fed*-а у Њујорку имало је задатак да оствари оба циља кроз своје дневне операције, што је често било немогуће јер циљеви нису били компатибилни. У пракси, *Fed* није придавао велики значај постизању изабраних циљева за монетарне агрегате, већ је, уместо њих, акценат био на смањењу незапослености и управљању каматним стопама. У пракси је дошло до раста агрегата M1, упркос томе што су циљне величине које је *Fed* објављивао биле на силазној путањи. Незапосленост је смањена али је инфлација, нарочито после 1975. године, повећана. Услед тога, 1979. године, *Fed* званично напушта оперативни циљ за камату а сопствене резерве постају кључни оперативни таргет уз обавезу боље контроле монетарних агрегата. Међутим, ове промене нису унапредиле монетарну контролу тако да је 1982. године, након стабилизације инфлације, поново извршен и формални заокрет ка политици одржавања каматних стопа. Са ове временске удаљености може се рећи да *Fed* није био довољно посвећен таргетирању монетарних агрегата, те да није ни имао намеру да их боље контролише, већ да су те промене представљале својеврсни параван који је требао да прикрије потребу *Fed*-а за великим повећањем каматних стопа како би се инфлација смањила. Растућа непоузданост везе између монетарних агрегата, номиналног друштвеног производа и инфлације изазвала је сумњу да монетарни агрегати нису више користан путоказ за вођење монетарне политике. Коначно, 1987. године *Fed* је престао и са објављивањем таргета за M1.

Као одговор на растућу инфлацију и Велика Британија је средином 70-тих почела са таргетирањем монетарних агрегата. Централна банка Енглеске поставила је циљеве за шири монетарни агрегат M3, али је имала проблема са њиховим остваривањем. Вршена је честа ревизија таргета, али су и тако ревидирани таргети премашивани. Инфлација је у почетку смањена, али је касније почела нагло да расте, да би 1978. године достигла ниво од 20%. Британија је имала сличних техничких проблема као и САД, тј. нестабилну везу између таргетираног агрегата и номиналног друштвеног производа. Као такви, они једноставно нису били добар показатељ карактера монетарне политике. Током 80-тих финансијске иновације су додатно ослабиле везу између агрегата M3 и номиналног БДП-а, услед чега је централна банка смањила важност агрегата M3 у својој политици у корист ужег агрегата M0 (монетарне базе).

Монетарно таргетирање у неком свом облику егзистирало је до 1987. године, након чега је централна банка дозволила пораст монетарне базе да би спречила апresiasiју фунте, па је ова монетарна стратегија тада и званично напуштена.

Канада је такође на раст инфлације одговорила прихватањем монетарног таргетирања 1975. године у оквиру програма тзв. „монетарног градуелизма“, који је подразумевао контролисан раст агрегата М1 уз постављање опадајућих таргета у смислу нижих стопа раста. У прве три године примене ове стратегије раст М1 био је у складу са циљевима, али је од 1978. године инфлација поново порасла, а повећана је и забринутост за девизни курс, те је 1982. године монетарно таргетирање напуштено. Позната је и изјава тадашњег гувернера Централне банке Канаде који је ту ситуацију описао рекавши: „Нисмо ми напустили монетарне агрегате, они су напустили нас“.

Искуства ове три развијене земље показују да таргетирање монетарних агрегата није успело због велике нестабилности односа између монетарних агрегата и циљних варијабли - инфлације и номиналног БДП-а, али и због чињенице да оно није озбиљно ни примењивано. Тачније, централне банке су фактички таргетирале више агрегата, дозвољавале су промену монетарне базе, нису редовно објављивале своје циљеве а таргети су често премашивани без јавног образлагања разлога њихове девијације.

Искустава пак свих земаља које су спроводиле стратегију монетарног таргетирања могу се искористити за извођење генералних закључака о овој стратегији монетарне политике у смислу њених предности и недостатака. Основна предност монетарног таргетирања у односу на нпр. стратегију таргетирања девизног курса је у томе што оно централној банци омогућава да своју политику прилагоди и усмери на решавање проблема и питања у домаћој привреди, који се могу разликовати од актуелних привредних кретања у другим земаљама. Такође, информације о томе да ли централна банка остварује свој циљ познате су готово одмах, и као такве, могу промптно дати сигнал јавности и тржиштима о карактеру монетарне политике. Ти сигнали утичу на формирање инфлационих очекивања, и, у случају да јавност верује у политику централне банке, очекивања ће бити формирана на нижем нивоу. Због тога је успех стратегије таргетирања монетарних агрегата у великој мери опредељен и активном и транспарентном комуникацијом са јавношћу која повећава одговорност централне банке и може битно утицати на њен кредибилитет. С обзиром да је објашњење

промашаја таргетираних агрегата врло компликовано, монетарно таргетирање ће бити ефикасно у контроли инфлације само ако је јавност довољно софистицирана када је у питању монетарна област или уколико има поверење у централну банку. Швајцарска, а нарочито Немачка, задовољавале су ове услове, јер су њихове централне банке имале историју изузетних резултата у спречавању високе инфлације. Ово уједно и објашњава зашто монетарно таргетирање не може бити успешно у земљама у развоју чије централне банке углавном уживају низак кредибилитет. Коначно, да би било успешно, монетарно таргетирање мора да буде врло флексибилно, тј. ригидан приступ неће дати добре резултате. Немачка и Швајцарска су показале да та флексибилност, иако подразумева толерисање промашаја таргета и постепену дезинфлацију, омогућава успешну контролу инфлације. Посматрано са ове временске дистанце, може се констатовати заправо да је монетарна политика Швајцарске и Немачке током 70-их и 80-их ближа инфлаторном таргетирању него ригидном монетарном таргетирању Фридмановог типа које је подразумевало строго придржавање таргетирања константне стопе раста монетарног агрегата. Ово јер су - флексибилност, транспарентност и одговорност, као елементи које свака успешна стратегија монетарног таргетирања мора да задовољи, уједно и важне карактеристике и инфлаторног таргетирања.

Са друге стране, оно око чега се већина експерата и економиста слаже, а што је потврђено и на примеру монетарног таргетирања у Канади и Великој Британији, јесте чињеница да ће успех ове стратегије изостати уколико не постоји чврста веза између таргетираног агрегата и циљане варијабле (нпр. инфлације или номиналног БДП-а). То значи да остваривање таргета неће водити и жељеној величини коначног циља, као и да њихове промене неће дати адекватан сигнал о деловању монетарне политике. Због тога само монетарно таргетирање, осим у условима који подразумевају сигурну везу између таргетираног агрегата и циљне варијабле, неће помоћи у смиривању инфлаторних очекивања и повећању одговорности централне банке.

2.2.3. Таргетирање девизног курса

Таргетирање девизног курса има прилично дугу историју. У почетној фази развоја ова монетарна стратегија је најчешће узимала форму фиксирања вредности домаће валуте за неку врсту робе попут нпр. злата. У новије време, у примени су режими фиксног

девизног курса који подразумевају везивање вредности домаће валуте за валуту неке велике земље са релативно ниском стопом инфлације, попут Немачке (сада ЕУ) или САД. Неке земље пак усвајају политику пливајућег односно „пузећег“ курса који дозвољава њиховој валути да депресира по равномерној стопи, омогућавајући на тај начин да земља у којој се спроводи ова стратегија може да има већу стопу инфлације од стопе инфлације у земљи сидра.

2.2.3.1. Предности таргетирања девизног курса

Таргетирање девизног курса као својеврсна монетарна стратегија може имати неколико предности у односу на неке друге стратегије:

- доприноси одржавању инфлације под контролом - уколико изабрани циљ за девизни курс има кредибилитет, може успешно да веже инфлаторна очекивања за стопу инфлације у земљи сидра;
- једноставност – чврста валута представља једноставан таргет и циљ који је лако разумљив јавности;
- обезбеђује аутоматско правило за вођење монетарне политике које ублажава проблем временске недоследности. Такође, у режиму таргетирања девизног курса централна банка нема дискрецију која може резултирати експанзивнијим курсом монетарне политике са циљем нпр. повећања запослености.

Захваљујући набројаним предностима, девизни курс је не ретко коришћен као посредни таргет монетарне политике у индустријализованим земљама. Француска и Британија су нпр. примењивале стратегију таргетирања девизног курса како би смањиле инфлацију, везујући њихове валуте за немачку марку¹⁶.

Таргетирање девизног курса у појединим својим облицима такође је коришћено и од стране земаља у развоју. Реч је углавном о земљама које нису развиле политичке и монетарне институције које би омогућиле успешно спровођење дискреционе монетарне политике. Услед тога, оне су биле у позицији да могу мало да добију од независне монетарне политике а релативно пуно да изгубе. Тако је Аргентина 1990. године прихватила валутни одбор и фиксирала курс пезоса на 1:1 према америчком

¹⁶ Mishkin, F, 2000., „*International Experiences with Defferent Monetary Policy Regimes*“, National Bureau of Economic Research, WP No. 7044, Cambridge.

долару како би зауставила снажан инфлаторни циклус који је узео маха. За неколико година примене ове стратегије, годишња стопа инфлације је у током прве године снижена са нивоа од 800% на ниво од 8%, а у наредне три године је додатно снижена тако да је на крају 1994. године била испод 5%. Цео процес праћен је и привредним растом који је био брз и у просеку је износио готово 8% у периоду 1991. године до 1994. године. И у Мексику је таргетирање девизног курса омогућило да се инфлација смањи са нивоа који је премашивао 100% током 1987. године на ниво нижи од 10% у 1992. години. Након извесног времена, овај режим монетарне политике је напуштен (крајем 1994. године) због високог нивоа девизних резерви потребних за одбрану курса пезоса. Посматрано са овог аспекта, примена стратегије таргетирања курса била је успешна у сузбијању инфлације у својој иницијалној фази и деловала је стабилизационо, посебно у земљама које су захваћене таласом хиперинфлације, када ова стратегија представља једини начин да се инфлаторна психологија прекине. Међутим, уколико овај режим није потпуно транспарентан и централна банка нема све потребне капацитете да га спроводи, већа је вероватноћа да ће он доживети свој неуспех, што је детаљно описано у наредном делу.

Примери поменутих развијених земаља и земаља у развоју имплицирају да је једна од основних предности таргетирања девизног курса свакако смањење високих стопа инфлације у иницијалној фази примене стратегије. Други разлог за коришћење ове стратегије јесте што се она може показати корисном у делу подстицања интеграције домаће привреде са привредама суседних земаља.

2.2.3.2. Недостаци таргетирања девизног курса

Поред описаних предности таргетирања девизног курса, његова практична примена отворила је и бројне критике ове стратегије попут:

- губитка независне монетарне политике,
- повећане изложеност домаће привреде на шокове у земљи сидра,
- већег ризика од шпекулативних напада на домаћу валуту,
- губитка девизних резерви у циљу одбране фиксираних курса,
- губитка девизног курса као адекватног сигнала стања у домаћој економији.

Основна замерка стратегији таргетирања девизног курса јесте ограничавање монетарног суверенитета, тј. губитак флексибилности монетарне политике услед примене крутих правила и ригидног система монетарног управљања. Другим речима, централна банка не може да моделира монетарну политику према стању у земљи, како би одговорила на домаће проблеме који могу бити потпуно независни од оних који потресају државу сидра. Уколико земља има отворено финансијско тржиште, домицилне каматне стопе ће бити блиско повезане са каматама у земљи сидра. Тада земља губи могућност да користи монетарну политику како би одговорила на домаће шокове који су независни од оних који погађају земљу сидра. Са друге стране, сви шокови у земљи сидра директно се преносе на домаћу економију преко промена каматних стопа. То потврђују и дешавања након уједињења Немачке 1990. године. Услед бојазни да ће уједињење и фискална експанзија везана за обнову Источне Немачке водити инфлаторном притиску, дугорочне каматне стопе су расле до фебруара 1991. године а краткорочне још дуже – до краја те године. Шок забележен у земљи сидра у ERM систему директно је пренет на остале земље ERM система чије су валуте биле везане за немачку марку, јер су и њихове каматне стопе консеквентно порасле. То је значило и рестриктивнији курс монетарне политике у тим земљама него што би био да је монетарна политика више водила рачуна о домаћим условима. Коначно, то је резултирало успоравањем економског раста и повећањем стопе незапослености у тим земљама.

Такође, таргетирање девизног курса чини земљу подложнијом шпекулативним нападима на њену валуту. Тако је једна од последица немачког уједињења била и валутна криза која је ескалирала септембра 1992. године. Наиме, шпекуланти су се „кладили“ против тога да су земље спремне да по сваку цену бране фиксни курс своје валуте у односу на немачку марку - у смислу губитка економског раста и запослености. С обзиром да су високе камате узроковале лошије економске перформансе, валуте земаља ERM система могле су се кретати само у једном правцу - девалвација у односу на немачку марку. Зато је продаја тих валута доносила могућност високих зарада шпекулантима уз релативно мали ризик. Септембра 1992. године уследио је шпекулативни напад на француски франак, шпанску пезету, шведску круну, италијанску лиру и британску фунту. Резултат је био да једино Француска није девалвирала своју валуту. Владе Шпаније, Шведске, Велике Британије и Италије

дозволиле су пак смањење међународне вредности својих валута. Укупна вредност интервенција које су оне тада предузеле достигла је готово 100 билиона долара, а сама Бундесбанка је позајмила око 50 билиона долара ради интервенција на девизном тржишту. Губици централних банака ових земаља процењени су на око 4 до 6 билиона долара - што је износ који су ефективно платили порески обвезници. Различити одговори Француске и Британије на кризу из 1992. године могу послужити и за сагледавање потенцијалних трошкова таргетирања девизног курса. Француска, која није мењала курс своје валуте, није била у стању да прилагоди монетарну политику домаћим условима и суочила се са знатно нижим економским растом и растом незапослености. Са друге стране, Британија која је тада напустила ERM систем и прешла на инфлаторно таргетирање, остварила је знатно боље економске перформансе - већу стопу раста и смањење незапослености, а инфлација није била много виша у односу на Француску. Криза 1992. године указује на то да таргетирање девизног курса не гарантује да ће централна банка бити довољно јака, спремна и одговорна и да постигне утврђени таргет, као и да цена, у смислу нижег економског раста услед губитка независности монетарне политике може бити висока.

Описани примери недвосмислено указују да након смањења инфлације у иницијалној фази примене ове стратегије, шпекулативни напади на домаћу валуту могу изазвати поновни скок инфлације. Уколико је реч о земљама са дугачком историјом високих и волатилних стопа инфлације, њихове централне банке немају довољан кредибилитет у борби против ње. Не ретко прибегава се девалвацији националне валуте која индукује пораст инфлаторних очекивања, затим притисак на цене и коначно раст стопа инфлације. Инфлаторна очекивања узрокују и пораст каматних стопа. Раст каматних стопа значи и поваћање кредитног оптерећења фирми, што пак води расту ненаплативих потраживања, потом кредитној контракцији и паду економске активности.

Слични ефекти настају и када је курс домаће валуте на нивоу који привлачи стране инвеститоре, због чега се земља суочава са већим приливима страног капитала. Иако овај капитал може бити каналсан и у продуктивне инвестиције и тиме допринети економском расту, он може бити коришћен и за експанзиван раст појединих облика кредитирања без примене адекватних мера за процену ризичности пласмана банака.

Тако нпр. нагли и неконтролисан раст потрошачких и готовинских кредита може индуковати и раст агрегатне тражње до нивоа који битно може угрозити циљеве за инфлацију. Исто је и са кредитирањем привреде које није усмерено у развојне пројекте. Ако је, при томе, банкарска супервизија слаба и неадекватна, овакво позајмљивање може последично изазвати огромне губитке кроз раст проблематичних зајмова. У таквим условима за централну банку постаје јако тешко да брани курс домаће валуте од шпекулативних напада. Раст камата који треба да спречи смањење вредности домаће валуте додатно погоршава билансну позицију банака. Када шпекуланти препознају да је због ослабљеног банкарског сектора мања вероватноћа да ће централна банка успешно одбрани курс домаће валуте, имају више мотива да нападну ту валуту, јер очекивани профит од њене продаје расте. Сви ови недостаци дошли су до изражаја за време кризе у Аргентини, Мексикоу и Источној Азији у земљама у којима је примена ове стратегије дала доста добре резултате у својој иницијалној фази. Непосредно након кризе аргентинског пеза покренуте су шпекулације око виталности аргентинске привреде, што је резултирало великим повлачењем депозита из банака (контракција депозита од око 18%). Аргентински пезо конвертован је у доларе што је узроковало смањење понуде новца, а то је даље водило у пад привредне активности и раст незапослености. Како Централна банка Аргентине није имала контролу над сопственом монетарном политиком због режима валутног одбора, она је била готово беспомоћна у неутрализовању свих негативних ефеката по домаћу економију и финансијски систем. Колапс валуте довео је до раста текуће и очекиване инфлације што је пропраћено и снажним растом номиналних каматних стопа (на око 100%). С обзиром да у овом режиму централна банка нема функцију зајмодавца у крајњој инстанци, дошло је и до озбиљне кризе у у банкарском сектору јер клијенти нису били у могућности да измире своје обавезе. Опстанак валутног одбора омогућен је тек уз помоћ међународних организација које су Аргентини позајмиле више од 5 млрд УСД како би се очувао банкарски и укупан финансијски систем. Ипак, проблеми су и даље остали те је потпуна финансијска криза ескалирала 2002. године и завршила се високом инфлацијом и озбиљном рецесијом након чега је и направљен заокрет у стратегији монетарне политике.

На основу свега изнетог јасно је да таргетирање девизног курса не представља оптималну стратегију за велики број земаља. За неке земље она једноставно није

могућа јер су велике и самим тим не постији земља чија би валута могла да им служи као номинално сидро. Поједине земље пак немају довољан капацитет за спровођење ове стратегије, али је могу користити у хиперинфлаторним фазама, у оквиру своје стабилизационе политике.

2.2.4. Таргетирање инфлације

Услед потпуног или делимичног неуспеха претходних стратегија, многе развијене земље су током 90-их година прихватиле стратегију инфлаторног таргетирања, попут: Новог Зеланда, Канаде, Израела, Велике Британије, Шведске, Финске, Аустралије, Шпаније и др. Сам режим таргетирања инфлације праћен је високом транспарентношћу монетарне политике, што тржишним учесницима олакшава пословно планирање кроз смањену неизвесност у погледу кретања кључних финансијских варијабли, пре свега каматних стопа и инфлације. Такође, тржишни учесници постају свеснији шта је то што се може постићи монетарном политиком. Због ових његових особина, режим таргетирања инфлације се сматра адекватном потпором за функционисање и развој тржишта новца, због чега му је дат и највећи пондер у раду.

Стратегију таргетирања инфлације, уобичајено, чине четири елемента:

1. институционална обавеза за постизањем ценовне стабилности која је дефинисана као примарни, дугорочни циљ монетарне политике;
2. јавно објављивање средњорочних вредности за инфлацију и обавезивање на постизање објављеног инфлаторног циља;
3. одлуке о монетарној политици се доносе на основу информација о великом броју различитих варијабли, не само монетарним агрегатима;
4. висок ниво транспарентности монетарне политике - интензивна комуникација са јавношћу и тржиштем о циљевима и мерама монетарне политике.

Централне банке у којима се примењује таргетирање инфлације користе бројне канале комуникације са јавношћу попут нпр. извештаја о инфлацији, како би јавности и учесницима на финансијским тржиштима приближили: (1) циљеве и ограничења монетарне политике; (2) нумеричке вредности за циљане стопе инфлације; (3) инструменте и мере који ће бити коришћени за постизање инфлационог циља у

наредном периоду, а уважавајући актуелна и очекивана кретања инфлације; (4) разлоге евентуалног одступања остварене од таргетиране инфлације. Тиме се тржишним учесницима олакшава планирање, јер се смањује неизвесност у вези с монетарном политиком, каматним стопама и инфлацијом. Такође, тржишни учесници постају свеснији шта је то што се може постићи монетарном политиком.

Банка која је прва званично применила стратегију таргетирања инфлације била је **Резервна банка Новог Зеланда**. Она је 1989. године усвојила нови закон о централној банци који је у себи садржао две велике промене. Прво, повећана је независност централне банке, тако да се Резервна банка Новог Зеланда, до тада једна од прилично несамосталних централних банака, уврстила у групу најнезависнијих банака. Друго, законом је као једини циљ монетарне политике дефинисана стабилност цена. Сходно закону, министар финансија и гувернер утврђују и јавно објављују годишње таргете за инфлацију, као и рок до којег они треба да буду постигнути. Гувернер је одговоран за успех монетарне политике због чега може бити отпуштен уколико изабрани циљеви не буду постигнути.

Инфлаторно таргетирање на Новом Зеланду карактерише извешан ниво флексибилности, односно, таргети су постепено смањивани како би се стабилност цена остварила и одржала у дужем року. Централна банка је имала могућност да се прилагођава неким специфичним инфлаторним шоковима који потичу од различитих фактора, попут нпр. регулисаних цена или промене индиректних пореза. Са друге стране, стратегија је садржала и неке ригидне елементе. Таргети су одређивани за период од једне године, и то у уском распону, при чему су предвиђене санкције за гувернера ако инфлација „пробије таргет“ чак и у малом износу. Ови ригидни елементи узроковали су два проблема - тешкоће са одржавањем инфлације у уским границама и нестабилност инструмената монетарне политике, тј. повремене велике заокрете у примени инструмената, каматним стопама и девизном курсу. Тако је свега неколико година од примене ове стратегије, тачније 1995. године, таргет за инфлацију пробијен за неколико десетина процентних поена. Ипак, стручне анализе које су тада урађене имплицирале су да је реч о краткорочном одступању од таргета и да ће инфлација падати, тј. да овај раст није резултат превише експанзивне монетарне политике већ привремених шокова са којима се економија суочила. Са друге стране, настојања да

својим инструментима и мерама делује у правцу постизања годишњих таргетираних вредности за стопу инфлације изазивала су велике флукуације девизног курса. Промене пак девизног курса у малој отвореној економији, као што је случај са Новим Зеландом, не ретко имају јачу везу са инфлацијом у односу на везу која постоји између каматне стопе централне банке и инфлације. Другим речима, промене девизног курса имале су јачи и бржи ефекат на инфлацију од промена каматне стопе. То се одразило и на веће флукуације БДП-а. Због значаја девизног курса, Централна банка је 1997. године као примарни индикатор монетарне политике усвојила Индекс монетарних услова (MCI – *Monetary Condition Index*) који представља пондерисани просек девизног курса и краткорочне каматне стопе. Хипотеза на којој је функционисање индекса било засновано своди се на то да депресијација девизног курса обично, премда не нужно, води већој инфлацији, те је потребно повећавати каматне стопе да би се спречио инфлаторни притисак. Ипак, оно што индекс није третирао јесте закономерност да промена каматне стопе, односно неутрализовање ефеката девизног курса на инфлацију треба да узима у обзир и саму природу промене девизног курса. Другим речима, уколико се узроци депресијације налазе у портфолио прилагођавању, она ће нужно водити инфлацији и треба да буде неутрализована повећањем каматних стопа. Са друге стране, промена девизног курса која је узрокована шоком који је дошао из реалног сектора - нпр. погоршање услова размене, тј. смањење извозне тражње, деловаће дестимулативно на агрегатну тражњу и у коначном ефекту дефлаторно (индекса је давао различите резултате у зависности од шока којим је привреда погођена). У таквим условима каматне стопе би требало смањивати, а не повећавати као што то индекс показује. Управо то се и догодило 1997. године, када је коришћење MCI узроковало употребу погрешног микса мера монетарне политике као одговор на кризу у Источној Азији. Девизни курс је депресирао, а вредност индекса је падала указујући на потребу вођења чврсте монетарне политике и повећања каматних стопа. Због погоршања услова размене агрегатна тражња је контрахована, што је, заједно са рестриктивном монетарном политиком, увело привреду у рецесију. Инфлација је за 1999. годину смањена испод таргета, али је цена у смислу пада економске активности била превисока. Касније је централна банка препознала недостатке своје стратегије (фокус на девизни курс и ригидност режима таргетирања) и модификовала курс монетарне политике на начин који ће је учинити сличнијом аустралијској стратегији. Такође је препознат и проблем кратког рока за који се утврђују инфлациони таргети и усвојен је

дужи хоризонт од 6 до 8 квартала, а напуштено је и коришћење МСИ као индикатора монетарне политике. На крају, поводом 25. година инфлаторног таргетирања Резервна банка Новог Зеланда је 1. децембра 2014. године дала саопштење да је режим таргетирања инфлације резултирао ниском и релативно стабилном инфлацијом и већом извесношћу за тржишне учеснике. Смањен је ниво кааматних стопа по основу смањења инфлационе ризичне премије као и потреба за заштитом од инфлације. Ипак, савремени услови пословања недвосмислено су указали на неопходност развоја и имплементације мера макропруденцијалне политике, као комплементарне политике¹⁷.

Аустралија је на режим таргетирања инфлације прешла 1994. године. Циљана стопа инфлације утврђена је у распону од 2% до 3%, за неколико година унапред. Пре усвајања овог режима, Резервна банка Аустралије је дозвољавала релативно слободно флукутирање девизног курса. У том смислу, централна банка није интервенисала 1997. године како би спречила девалвацију аустралијског долара, сматрајући исту последицом негативног реалног шока, тј. погоршања односа размене у условима девалвације националне валуте Тајланда, који је био један од кључних спољнотрговинских партнера. За разлику од Резервне банке Новог Зеланда, Резервна банка Аустралије је одмах смањила каматне стопе. Захваљујући промптној реакцији, раст реалног БДП-а је остао снажан у току овог периода, а инфлација, упркос великој депресијацији аустралијског долара у односу на амерички долар, није порасла, тј. остала је под контролом и то на доњој граници таргета због ниске агрегатне тражње.

Канада је прешла на таргетирања инфлације 1991. године. Инфлаторне таргете заједнички утврђују и објављују Влада и централна банка, али Централна банка Канаде не одговара формално Влади за резултате на пољу оставривања таргета, већ има пуну одговорност пред јавношћу која на овај начин формира ставове о кредибилитету централне банке. Важан разлог због којег се и Влада залагала за прелазак на режим таргетирања инфлације, између осталих, било је и обуздавање захтева јавног сектора за повећањем плата због раста индиректних пореза, као и да се спречи инфлаторно деловање тог повећања. Од званичника централне банке долазиле су изјаве да одржавањем инфлације у оквиру таргетиране зоне, монетарна политика делује као стабилизатор економије. Појашњено је и да ће централна банка у условима када је нпр.

¹⁷ “Reflections on 25 years of Inflation Targeting”, A speech delivered to a Reserve Bank of New Zealand and International Journal of Central Banking conference in Wellington, December 2014.

пад агрегатне тражње такав да може довести до смањење инфлације испод њене циљане вредности, реаговати монетарним попуштањем како би тај ефекат неутрализовала. Сама стратегија је била врло успешна и инфлација се кретала у оквиру циљаних вредности, да би у 1995. години пала на 0%, што је плаћено кроз цену привременог пораста незапослености. Оно што режим таргетирања инфлације у Канади донекле разликује од чврстог режима таргетирања инфлације, јесте изванредан дуализам у циљевима, односно фокусираност централне банке и на економску активност уз већ поменути оријентисаност и посвећеност остваривању циљева за стопу инфлације. У том циљу и Централна банка Канаде, као и Резервна банка Новог Зеланда, је за спровођење монетарне политике активно користила MCI. Промена индекса је дефинисана као пондерисани просек промена каматне стопе на комерцијалне записе са роком доспећа од 90 дана и промене девизног курса у посматраном периоду, при чему је промени каматне стопе дат већи пондер (3:1 у корист каматне стопе). Коришћење индекса банка је образлагала чињеницом да каматна стопа није једина варијабла монетарне политике када је у питању мала отворена економија као што је Канада, већ и девизни курс. Иако је индекс дуго коришћен, шокови девизног курса који су имали потпуно другачије узроке у односу на период када је индекс конструисан, учинили су индекс мање поузданим индикатором за вођење монетарне политике, те је исти и напуштен.

Велика Британија је прешла на таргетирања инфлације након што је била приморана да напусти ERM после спекулативног напада на фунту 1992. године, о чему је било речи у претходном делу. До 1997. године Банка Енглеске није имала фактички монетарни ауторитет, већ је више била у позицији да даје препоруке о монетарној политици, а прве инфлаторне таргете објављивао је канцелар државне благајне. Британија је, слично Канади и Аустралији, применила флексибилну стратегију и градуелистички приступ обарању инфлације. Први инфлаторни коридор био је релативно широк и кретао се у распону од 1% до 4%, уз намеру да се стопа инфлације смањи на ниво испод 2,5%, што је била наредна циљна величина коју је 1997. године усвојила нова Лабуристичка влада. Подаци показују да је режим таргетирања инфлације у Британији био успешан у сузбијању инфлације након девалвације фунте 1992. године. Инфлација се, уз благе осцилације, стабилизовала на нивоу од 2,5% до 1996. године. Привреда је у међувремену доживела снажан раст, што је помогло и у

смањењу стопе незапослености. Поред успешности на пољу снижавања инфлације, као један од важнијих доприноса Банке Енглеске укупном унапређењу овог режима монетарне политике, јесте квартални Извештај о инфлацији. Извештај има за циљ повећање транспарентности и одговорности монетарне политике кроз јасна мерила за процену успешности централне банке у реализацији постављених циљева као и стручна појашњења како би актуелна економска кретања и монетарне прилике могли да утичу на будућу инфлацију. Такође, извештај садржи и предлоге и тумачења мера које ће се предузети у случају да су прогнозирана кретања инфлације у колизији са циљевима централне банке. Стил којим је извештај написан је специфичан, што, уз занимљиве приказе и модерну графику треба да монетарну политику што више приближи јавности. Тиме је уведена новина у уобичајене формалне и једноличне извештаје и саопштења централних банака. Велики успех који је овај извештај имао у преношењу порука од стране централне банке ка генералној публици, подстакао је његово коришћење од стране већине земаља које примењују стратегију таргетирања инфлације. Коначно, управо је успех таргетирања инфлације који се дугује фокусу Банке Енглеске на транспарентну комуникацију са јавношћу, помогао централној банци да добије операционалну независност у вођењу монетарне политике 1997. године.

Искуства набројаних земаља дају довољно материјала за извођење одређених закључака о режиму таргетирања инфлације.

Таргетирања инфлације се показало релативно успешним у контроли инфлације. Земље које су прихватиле овај режим монетарне политике успеле су да смање стопу инфлације и углавном обезбеде трајнију стабилност цена.

Таргетирања инфлације слаби ефекте специфичних инфлаторних шокова. То се може сагледати на примеру инфлаторног таргетирања у Канади које је одмах по успостављању било суочено са изазовом увођења новог пореза на робу и услуге, који није имао веће инфлаторне последице. Дошло је до једнократног повећања цена које није генерисало инфлаторну спиралу плате – цене, јер су инфлаторна очекивања била добро контролисана. Ту су и примери девалвације британске фунте и шведске круне из 1992. године, које би, без увођења инфлаторног таргетирања, нужно водиле ка вишој

инфлацији кроз директне ефекте на раст увозних цена, и секундарне ефекте који би се испољили кроз захтеве за повећањем плата и раст инфлаторних очекивања.

Таргетирања инфлације не смањује неизбежне трошкове у спирали дезинфлације.

Наиме, инфлаторна очекивања се не могу смањити одмах по увођењу инфлаторног таргетирања, нити се у фази дезинфлације може избећи изванредан губитак БДП-а. Једини начин на који се дезинфлација може успешно постићи је тежи начин – кроз краткорочне губитке БДП-а и запослености, а у циљу остваривања дугорочних предности ценовне стабилности. Међутим, по достизању ниског и стабилног нивоа инфлације, БДП и запосленост се враћају на ниво на којем су претходно били и флукуације БДП-а се стабилизују.

Транспарентност и одговорност су кључне карактеристике таргетирања инфлације.

Централне банке примењују различите начине комуникације са јавношћу како би свим друштвеним слојевима - широкој јавности, учесницима на финансијском тржишту али и политичарима, објасниле вођење монетарне политике у режиму таргетирања инфлације. Пре свега се мисли на циљеве и ограничења монетарне политике, ниво инфлаторног циља и начин на који је он утврђен, како ће се циљ остварити имајући у виду актуелна и очекивана макроекономска кретања и разлоге неостваривања таргета. Овакав начин комуникације умањује неизвесност у погледу монетарне политике, каматних стопа и инфлације, и као такав је изузетно важан за процес планирања у приватном сектору. Истовремено, он доприноси едукацији јавности кроз јавне дебате о томе шта централна банка може а шта не може да уради и постигне. Зато је важна предност таргетирања инфлације то што оно усмерава политичку дебату на то шта централна банка може да учини у дугом року - а то је контрола инфлације, уместо на то што она не може да учини – а то је да обезбеди дугорочно одржив економски раст и пораст запослености кроз експанзивну монетарну политику.

Из свега претходног могу се извући одређени закључци и о **оптималном операционалном дизајну таргетирања инфлације.**

Прво, таргетирања инфлације не треба да буде засновано на крутим ригидним правилима. Другим речима, оно не даје једноставне и механичке инструкције о томе како централна банка треба да води монетарну политику. Уместо тога, овај режим захтева да централна банка на основу свих расположивих информација дефинише и определи мере за постизање инфлаторних циљева. То значи да, супротно од крутог правила монетарне политике, таргетирања инфлације не тражи од централне банке да игнорише информације и фокусира се само на одређене кључне величине. Таргетирање инфлације такође подразумева и одређену дискрецију монетарних власти у смислу да се инфлаторни таргети могу изнимно и модификовати уколико је стање у економији такво да централна банка треба да уважи и кретање БДП-а и његове флукуације.

Друго, овај режим монетарне политике не значи нужно таргетирање нулте стопе инфлације или пак негативне стопе инфлације с обзиром да сувише ниска инфлација може имати негативних ефеката на реални економски раст. Ово јер се дефлација повезује са рецесијом као што је то био случај 30-их година али и скорије у Јапану, и најскорије у земљама евро-зоне. Из тог разлога се промашаји постављених таргета сматрају подједнако битнима без обзира са које стране су забележена одступања – изнад горње гранце инфлационог коридора (циљеви су премашени) или су испод доње границе коридора (циљеви нису достигнути). „Подбацивање“ циља за инфлацију углавном имплицира да је дошло до пада агрегатне тражње, што је знак за централну банку да треба да „попусти“ монетарну политику, без бојазни да ће то изазвати раст инфлаторних очекивања.

Треће, у земљама које се суочавају са високом и перзистентном инфлацијом, експлицитно таргетирање инфлације се може применити тек након спровођења мера на плану дезинфлације. Разлог томе је што високу инфлацију монетарне власти не могу лако конторолисати, због чега постоји већа вероватноћа промашаја таргета а тиме и смањења кредибилитета централне банке. Ово је нарочито актуелно за земље у развоју које имају битно вишу стопу инфлације од развијених земаља. За ове земље препоручује се да у једном прелазном периоду спроводе тзв. имплицитно таргетирање инфлације, док се и јавност и централна банка у потпуности не припреме за пуну имплементацију овог режима.

Четврто, таргете за инфлацију треба поставити за релативно дужи период. Сувише кратак хоризонт може изазвати проблем са контролом инфлације и консеквентно водити нестабилности инструмената монетарне политике. Монетарна политика утиче на привреду и инфлацију са релативно дужим кашњењем, тзв. *time lag*-ом. Сувише кратки рокови би зато значили и честе промашаје таргета, чак и онда када се монетарна политика оптимално спроводи. Адекватан пример је Резервна банка Новог Зеланда која је 1995. године привремено премашила таргет, због чега је гувернер могао да буде смењен, иако је препознато да је раст био краткорочне природе и да ће се стопа инфлације брзо вратити на своје претходне вредности. Поред тога, опредељење да се у кратком року остваре циљеви за инфлацију не ретко је праћено чешћим променама инструмената монетарне политике. Проблем је нарочито изражен за мале отворене економије, где се промене девизног курса брже одражавају на инфлацију него промене каматних стопа. Због тога би настојање да се остваре краткорочнији таргети подразумевало веће уважавање кретања девизног курса и чешће интервенције у правцу његовог усмеравања у жељеном смеру, што би водило и већим флукуацијама БДП-а. Због свега, инфлаторне таргете не треба утврђивати за период краћи од две године.

Пето, ширина циљаног коридора, односно горња и доња граница коридора, треба да буду одмерени тако да не ограничавају у потпуности централну банку уколико су превише уски, али ни да не буду превише широки тако да јавност недовољно озбиљно схвати одговорност централне банке. У том смислу, треба избећи замку да границе таргетиране зоне постану циљ сам за себе. Ово јер се учесници на финансијском тржишту и укупна јавност често фокусирају на то да ли је инфлација у циљаном коридору или је изван њега, уместо на то да инфлација буде ближа некој средњој циљној вредности. То би могло да утиче на централну банку да формулише сувише уске циљне зоне, што би изазвало велики проблем за само спровођење монетарне политике, и, у крајњој консеквенци, могло би да умањи кредибилитет саме централне банке. Са друге стране, уколико су границе инфлационог коридора превише широке, јавност може довести у питање одговорност централне банке и њену намеру да води оптималну монетарну политику. Због тога је избор оптималне ширине коридора једно од веома важних полазних премиса за успешно таргетирање инфлације. Не ретко, иницијални инфлаторни коридор се успоставља у нешто ширем али опадајућем распону, како би се постепено успоставиле његове оптималне вредности.

Шесто, утврђивање таргета за девизни курс нпр. паралелно са таргетирањем инфлације, углавном погоршава перформансе овог режима монетарне политике. Сасвим је уобичајено да централна банка мора активно да прати кретања вредности домаће валуте с обзиром да његове промене имају великог утицаја на инфлацију, нарочито у случају малих отворених економија. Дуг становништва, привреде и државе у земаљама у развоју не ретко је деноминован у страној валути, тако да депресијација значи раст њиховог кредитног оптерећења. То даље води финансијској нестабилности и паду инвестиција и економске активности. Такође, депресијација не ретко подстиче инфлацију кроз раст увозних цена, и, као таква може изазвати велике финансијске кризе. С друге стране, апресијација домаће валуте не само да чини домаћу индустрију мање конкурентном, него води и стварању великог дефицита текућег биланса, који земљу може учинити рањивијом на потенцијалне валутне кризе у случају великог повлачења капитала. Због тога јавност и политичари дају велики пондер девизном курсу, што, не ретко, врши притисак на централну банку да промени курс монетарне политике. Због оваквог значаја девизног курса, централна банка може превише пажње да обрати на ограничавање његових флукуација. То фактички значи да се девизни курс посматра као номинално сидро које има примат у односу на инфлаторни таргет. Са овим проблемом била је суочена Централна банка Израела која је прихватила режим инфлаторног таргетирања, али је истовремено постављала и средњорочне циљеве за девизни курс. Ти су циљеви постављани на основу циљне величине за инфлацију, али су, ипак, битно успорили напоре централне банке за смањивањем инфлаторних таргета и добијање подршке јавности за процес дезинфлације. Други проблем је да превелики фокус на девизни курс може изазвати погрешну реакцију централне банке на реални шок којим је привреда погођена. То је свакако био случај Новог Зеланда, када је погрешна реакција централне банке увела привреду у рецесију. Уважавајући све наведено, недвосмислено проистиче да мере централне банке у значајном обиму могу утицати на ефикасност функционисања и свеукупни развој финансијског система, као и финансијског тржишта као његовог битног елемента.

2.3. ИНСТРУМЕНТИ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ И ЊИХОВ УТИЦАЈ НА ТРЖИШТЕ НОВЦА

Последња финансијска криза показала је, тачније потврдила, да централна банка на велики број начина може утицати на постизање и одржавање ценовне стабилности и стабилности финансијског система земље, због чега је она и најчешћи фокус централне банке. Ове функције централна банка остварује кроз избор адекватне стратегије монетарне политике, оптималну комбинацију инструмената монетарне, микро- и макро-пруденцијалне политике на начин и под условима који су примерени актуелним, очекиваним и жељеним тржишним кретањима. Следствено, централна банка континуирано предузима и превентивне мере како би спречила настанак ситуација које могу нарушити стабилност финансијског система и угрозити функционисање појединих тржишних сегмената, а посебно тржишта новца преко кога централна банка остварује велики утицај на остале делове економије. Како би на време и превентивно реаговала, централна банка мора активно да прати све релевантне параметре са домаћег и глобалног финансијског тржишта, са акцентом на ликвидност тржишта, цене финансијских инструмената, структуру финансијских инструмената, обиме трансакција и флукуације на тим тржиштима.

Сет инструмената и процедура монетарног регулисања које централна банка има на располагању за реализацију основног циља монетарне политике (стабилност цена) чини њен оперативни оквир. И стратегија монетарне политике и њен оперативни оквир имају специфичне улоге у имплементацији мера монетарне политике. Стратегијом се дефинише циљни ниво тржишних каматних стопа (или неки други таргет) који ће обезбедити стабилност цена на средњи рок, док се оперативним оквиром опредељују избор и коришћење инструмената монетарног регулисања чија ће комбинација допринети постизању изабраних циљева монетарне политике. Сума сумарум, централна банка мора јасно утврдити улоге појединих варијабли у процесу креирања и спровођења монетарне политике, и у складу са изабраном стратегијом монетарне политике мора дизајнирати своје инструменте тако да њихова употреба спровођење мера монетарне политике учини најефикаснијим. Спровођење мера монетарне политике које се врши ради реализације постављених циљева те политике називамо „монетарним операцијама“. Врсте инструмената које централна банка може користити за реализацију циљева усвојене монетарне политике дефинисане су законом, при чему се они разликују од земље до земље, а у оквиру једне земље од једног до другог временског периода.

Избор врсте и оптималне комбинације инструмената, као и процедура монетарног регулисања (оперативни оквир), опредељен је великим бројем фактора. Свакако су најзначајнији¹⁸:

- a) степен развијености финансијског тржишта,
- b) позиција ликвидности финансијског система,
- c) величина националне привреде,
- d) степен отворености националне привреде и
- e) степен независности централне банке.

Имајући у виду његов значај, односно чињеницу да избор оперативног оквира може битно одредити успешност централне банке у спровођењу монетарних операција, од изузетне је важности да изабрани оперативни оквир буде ефикасан (оперативна и ценовна ефикасност), једноставан, транспарентан и сигуран¹⁹. Уважавајући ове чињенице, генерална правила (принципи) за избор оперативног оквира монетарне политике могу се дефинисати као:

- правило оперативне ефикасности које је најважније и треба да има предност у односу на друге критеријуме. Оперативна ефикасност се може дефинисати као могућност оквира да обезбеди брзо и прецизно преношење ефеката предузетих мера монетарне политике на краткорочне каматне стопе, или неки други оперативни таргет те политике;
- правило једнакости, које подразумева да све финансијске институције морају имати подједнак третман без обзира на њихову величину, структуру власништва и друге реперне показатеље;
- једноставност и транспарентност који треба да омогуће коректно тумачење спроведених мере монетарне политике²⁰;
- принцип континуитета који подразумева избегавање ситуација наглих и/или честих промена инструмената и процедура;
- принцип сигурности који подразумева да монетарне операције носе ниске финансијске и оперативне ризике, као и да оперативни трошкови ових операција (за централну банку и за остале учеснике) буду ниски.

¹⁸ Allen, W.A. 2004. "Implementing Monetary Policy", Bank of England, Centre for Central banking Studies, *Handbooks in Central banking Lecture Series No. 4*.

¹⁹ Bindseil, U. and Würtz, F. 2008. "Efficient and Universal Frameworks (EUF) for monetary policy implementation", ECB.

²⁰ Atkeson, A., Chari, V. V. and Kehoe, P. 2007. "On the optimal choice of a monetary policy instrument", *National bureau of economic research*.

Са аспекта оперативног спровођења мера монетарне политике, веома је битно утврдити најефикаснији скуп инструмената монетарне политике и изабрати адекватан „тајминг“ његове примене. Имајући у виду да монетарне операције непрестано еволуирају, од велике је важности праћење ефеката комбинације изабраног инструментаријума, као и благовремено предлагање допуне или измене оперативних процедура и коришћених инструмената²¹. Данас је пак актуелна дебата „да ли измене оперативних процедура и оквира треба посматрати као одговор на промене у структури финансијског система или обрнуто“²².

Најуопштенија подела инструмената која се може наћи у стручној литератури, а која је битна са аспекта утицаја монетарних власти на тржиште нова, је подела на инструменте директне контроле и индиректне инструменте монетарног регулисања.

2.3.1. Директне контроле и спровођење монетарне политике

Директне контроле као метод спровођења мера монетарне политике, обухватају директиве централне банке које обавезују финансијске институције (превасходно се мисли на пословне банке) на одређену врсту понашања. Оне су у највећој мери усмерене на контролу цена и/или обима кредитног и депозитног потенцијала пословних банака. Овом дефиницијом нису обухваћене све врсте директних контрола, али су свакако обухваћене две најбитније. Реч је о тзв. плафонирању нивоа или стопа раста банкарских кредита, односно депозита, што представља класичан пример **контроле количине**. Са друге стране, утврђивање максималних, односно минималних каматних стопа на кредите, односно депозите представља примере **контроле каматних стопа**²³.

Поред већ наведених главних облика директних контрола (кредитна контрола и контрола каматних стопа), њих чине и:

- девизна контрола;

²¹ Allen, W.A. 2004. "Implementing Monetary Policy", Bank of England, Centre for Central banking Studies, *Handbooks in Central banking Lecture Series No. 4*.

²² Archer, D. "Implications of recent changes in banking for the conduct of monetary policy", *BIS paper No. 28*.

²³ Gray, S.T. and Talbot, N. 2006. "Monetary operations", *Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbooks in Central banking No. 26, pages 32 – 33*.

- привилеговани приступ кредитима централне банке (у смислу повољнијих каматних стопа) за поједине кориснике кредита и сл.

Имплементација, односно спровођење монетарне политике у оваквим условима подразумева да централна банка израђује и дистрибуира инструкције/упутства/одлуке и друга акта којима се регулишу поједини аспекти пословања комерцијалних банака попут врсте и обима кредита које оне могу одобравати, лимити активних и пасивних каматних стопа, али и други сегменти пословања банака. Од изузетне је важности да се приликом израде тих аката имају у виду и евентуални практични проблеми са којима се банке могу суочити приликом њиховог спровођења, како се банкама не би наметали непотребни оперативни трошкови.

Услови у којима ће монетарне власти за спровођење монетарне политике изабрати директне контроле радије него се потпуно ослонити на индиректне инструменте монетарног регулисања, најчешће су следећи:

- недовољно развијена финансијска тржишта и/или одсуство адекватних техника за индиректну монетарну контролу;
- могућност појаве дужничке кризе због превеликог задуживања и неадекватне процене кредитног ризика;
- одсуство или низак ниво конкуренције у банкарском сектору, што ће за резултат имати високе активне и/или ниске пасивне каматне стопе банака;
- високе флукуације девизног курса које могу довести до погрешне алокације ресурса, као и изражене осцилације девизних прилива, што би у великој мери отежало оперативно спровођење мера монетарне политике.

Наведене методе карактеристичне су за земље са претежно државним власништвом. Међутим, у одређеним ситуацијама, чак и у тржишним економијама је неопходно да централна банка усмерава пословање комерцијалних банака како би се привремено регулисале поједине области банкарског пословања. Ово пре свега у условима када постоји опасност од појаве турбуленција у финансијском систему, што је посебно карактеристично за земље у којима је управо извршена либерализација тог система, због чега аутоматско отклањање свих контрола није препоручљиво.

Централна банка која се определи за спровођење директних контрола у великој мери, и без *time-lag*-а, утиче на услове који преовлађују на домаћем финансијском тржишту, а пре свега на тржишту новца. Ово кроз утицај на основне варијабле и параметре на овом тржишту, а пре свега каматне стопе, девизни курс и ликвидност тржишта. Тако су, током последње финансијске кризе, када су поједине банке, у настојању да задрже постојеће и да привуку нове клијенте, тржишну утакмицу „зачиниле“ наглим растом каматних стопа на депозите. Поједине централне банке су биле приморане да реагују. Наиме, каматне стопе на депозите су нагло расле, што се аутоматски преносило и на каматне стопе на осталим сегментима тржишта, па и кредитном. При тако високим каматним стопама јављају се два проблема – раст реперних каматних стопа на тржишту новца води расту камата и кредитних рата на већ одобрене кредите, што повећава ризике у погледу њихове наплативости; раст каматних стопа на нове кредитне послове води ка мањој тражњи за истима, због чега прикупљена средства, не ретко, остају неупошљена производећи тако губитак за банке. Како оба случаја представљају опасност по стабилност тржишта и укупну финансијску стабилност, поједине централне банке су реаговале директним увођењем лимита на пасивне и/или активне каматне стопе, док су се поједине опредељивале за вербално усмеравање тржишта кроз разне врсте јавних саопштења (упозорења и препоруке).

Са друге стране, палета недостатака директних контрола је знатно шира:

- спречавају развој здраве конкуренције финансијских институција, од које би клијенти банке имали користи (нпр. ниже каматне стопе на кредите);
- контрола активних каматних стопа може узроковати уздржавање банака од одобравања кредита, што може успорити привредни развој;
- експанзија оних врста кредита који нису предмет контроле;
- селективне кредитне контроле (кредитне контроле наметнуте само појединим банкама) могу да доведу до поремећаја на тржишту;
- подстичу развој сивих тржишта и измештање дела послова ван домаћег тржишта;
- превелике девизне контроле углавном имају негативан утицај на спољнотрговинску размену, као и ниво страних инвестиција у домаћу привреду.

Јасно је да су сви набројани недостаци директних контрола имали за последицу неефикасну алокацију штедње и инвестиција, због чега осамдесетих година XX века дерегулација у финансијском сектору постаје све израженија, односно, отпочиње општи талас финансијске либерализације који је укључивао и померање са директних на индиректне механизме монетарног регулисања.

2.3.2. Прелазак са директних на индиректне инструменте монетарне политике

Касних седамдесетих година у индустријализованим земљама отпочео је процес градуалног преласка са директних на индиректне инструменте монетарног регулисања. Након развијених земаља, редизајнирану палету инструмената постепено су уводиле и многе земље у развоју.

Искуства развијених земаља показују да успешан прелазак са директних на индиректне инструменте монетарне политике није могуће спровести одједном, већ се мора спроводити постепено. У том циљу, пре свега, треба обезбедити услове у којима се највећи број трансакција са комерцијалним банкама обавља на мултилатералној, а не билатералној основи. Такође, неопходно је паралелно радити и на успостављању других важних сегмената: јака контролна функција централне банке; сигуран и ефикасан платни систем; адекватан рачуноводствени систем; транспарентан приступ информацијама о бонитету појединих учесника на финансијском тржишту; развој различитих техника монетарне анализе и сл.

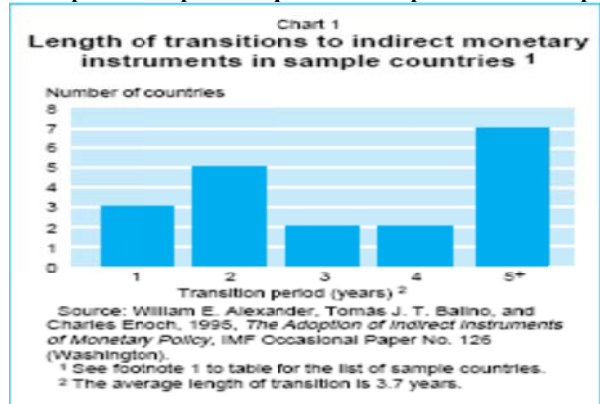
У студији IMF-а спроведеној 1995. године²⁴ извршено је поређење искустава земаља у развоју²⁵ у преласку са директних на индиректне инструменте монетарног регулисања. Основна претпоставка на којој се базирала ова студија је да је период транзиције отпочео када су државне хартије од вредности и/или хартије централне банке по први пут емитоване, док је крај тог периода везиван за елиминисање каматних контрола и селективних кредита централне банке. Иако је утврђен широк распон у брзини прелажења са једног на други механизам монетарног регулисања, просечна дужина транзиционог периода земаља из узорка износила је 3,7 година. То значи да је за

²⁴ Baliño, T., Enoch, C. and Alexander, W.E. 1995. „The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy”, IMF, *Occasional Paper No. 126*, page 394.

²⁵ Испитивања су рађена на узорку од 19 земаља.

достизање стручних знања потребних за прикупљање, обраду и интерпретацију тржишних информација о текућим и будућим кретањима у економији, као и успостављање институционалних претпоставки за увођење и несметано функционисање тржишних механизма који подразумевају индиректну монетарну регулацију, тржишно формирање каматних стопа и здраву конкуренцију - потребно у просеку 3,7 година.

Графикон 4: Просечан период за прелазак са директних на индиректне инструменте монетарне политике



Извор: IMF staff estimates; IMF и International Financial Statistics, various issues.

Такође, анализе су показале да је спровођење монетарне политике у тзв. прелазном периоду знатно отежано, због тога што тај процес, не ретко, искривљује информације на основу којих монетарне власти доносе одлуке. Иако нема јединственог сценарија за прелазак са директних на индиректне инструменте монетарне политике, постоје одређене активности чија би примена могла да створи повољнији амбијент за брже и ефикасније успостављање тржишних механизма монетарног регулисања:

- дизајнирати директне контроле тако да се њихови недостаци сведу на најнижу могућу меру уважавајући конкретне услове;
- настојање монетарних власти да на једноставан начин објасне јавности последице евентуалног отклањања директних контрола;
- кад год је могуће експлицитно назначити привременост контролних мера, односно, назначити до када ће исте бити на снази. Тиме се смањују настојања тржишних трансактора да, одређеним поступањем, избегавају директне мере;
- док су директне контроле на снази, од велике је важности отклонити узроке који су довели до њиховог увођења.

У идеалним условима, индиректни, односно у потпуности тржишно засновани механизми монетарног регулисања подразумевају да је централна банка задужена једино за обезбеђење оне количине новца у финансијском систему која је потребна да би се циљеви монетарне политике несметано реализовали. Све друге одлуке које се односе на обим кредитирања, каматне стопе и друге параметре у потпуности су у надлежности комерцијалних банака. Ипак, такви системи монетарног регулисања нису својствени ни најразвијенијим земљама у којима банке имају висок степен аутономије и дискреције у пословању са клијентима, имајући у виду да централне банке увек, у мањем или већем обиму, својим мерама усмеравају понашање учесника на финансијском тржишту.

2.3.3. Индиректни инструменти монетарне политике

Када је реч о инструментима монетарног регулисања, централни банкарски у развијеним тржишним привредама сматрају да су, на дуг рок, најефикаснији инструменти монетарне политике они који на најбољи начин допуњују деловање тржишног система. То је и разлог због кога се индиректни и тржишно засновани инструменти преферирају у односу на административне контроле.

Као што је већ речено у уводном делу овог поглавља, избор оптималне комбинације инструмената монетарне политике којима централна банка утиче на трошак и обим резерви ликвидности, а самим тим и на количину новца у оптицају и кредитне токове, је функција мноштва фактора, при чему степен развијености финансијског система, позиција ликвидности финансијског система и величина националне привреде имају значајну улогу. Највећи број централних банака за своје оперативне спровођење монетарне политике користи комбинацију операција на отвореном тржишту, обавезних резерви и сталних олакшица. Улога ових инструмената у конкретној економији, поред већ набројаних фактора, зависиће и од начина на који централна банка жели да регулише тржишна кретања.

2.3.3.1. Операције на отвореном тржишту

Операције на отвореном тржишту представљају индиректни тржишни инструмент монетарне политике, који се углавном заснива на трансакцијама куповине и продаје

хартија од вредности од стране централне банке. Поред ових трансакција, постоје и друге врсте операција које поједине централне банке сврставају у операције на отвореном тржишту попут девизних своп операција, аукција кредита централне банке (дужих рочности), аукције депозита (дужих рочности) и сл. Велики број централних банака у операције на отвореном тржишту не убраја ове врсте операције, због чега оне неће бити обрађене у овом делу.

2.3.3.1.1. Појам и карактеристике операција на отвореном тржишту

Операције на отвореном тржишту представљају трансакције које централна банка спроводи на тржишту хартија од вредности у циљу управљања резервама ликвидности банака, монетарном базом и каматним стопама. Управо кроз ове операције централна банка у великој мери утиче на кључне параметре тржишта новца. Тако нпр. уколико жели да повећа резерве ликвидности банака, што по себи представља експанзивни монетарни импулс и основ за повећање обима кредита и новчане масе у систему, централна банка спроводи операцију куповине хартија од вредности. Обрнуто, уколико жели да смањи резерве ликвидности банака, што по себи представља рестриктивни монетарни импулс, централна банка спроводи операцију продаје хартија од вредности уз истовремено повлачење средстава из система²⁶.

Поред утицаја на резерве ликвидности банака, спровођење операција на отвореном тржишту може бити од изузетног значаја у постизању успостављених циљева за каматну стопу (ово посебно уколико је каматна стопа оперативни таргет централне банке). Наиме, у условима када се на тржишту појави израженији вишак, односно мањак ликвидности, спремност банака на закључивање међубанкарских трансакција се донекле сужава, јер су каматне стопе на тржишту новца, у таквом тржишном амбијенту, углавном неповољне. Управо тада, операције на отвореном тржишту, поред регулисања позиције ликвидности, могу спречити настанак већих дисторзија у кретању тржишних каматних стопа. Тако нпр. када се тржиште нађе у позицији мањка ликвидности, тј. када је понуда средстава знатно нижа од тражње, каматне стопе на тржишту новца бележе тенденцију раста. Спровођењем операције куповине хартија од вредности, централна банка надомешта недостајућу ликвидност по стопама које су

²⁶ Ђукић, Ђ., 2006., »Централна банка и финансијски систем«, Литопапир, Чачак, стр. 238.

углавном једнаке референтној каматној стопи централне банке или су за њу везане. Таквим монетарним импулсом се истовремено обезбеђује довољна количина средстава и директно каналише кретање међубанкарских каматних стопа одређених рочности - које би без те интервенције имале тенденцију позитивног удаљавања од референтне каматне стопе. Обрнуто важи у условима вишка ликвидности банкарског система, када стопе на међубанкарском тржишту новца бележе тенденцију пада, а спровођењем операција продаје хартија од вредности од стране централне банке одвија се процес супротног смера од описаног.

Карактеристика ових операција је то што се оне спроводе на иницијативу централне банке која има потпуну контролу над њиховим обимом, рочношћу, фреквенцијом као и колатералом подобним за њихово спровођење. Као такве, оне представљају изузетно флексибилан инструмент монетарне политике, и, за разлику од обавезних резерви, учествовање банака у њима је добровољно. Такође, чињеница да се могу спроводити често и у било којим количинама (сходно расположивом колатералу), чини их адекватном техником за управљање ликвидношћу и краткорочним каматним стопама. Ово посебно уколико постоји добра технолошка платформа за њихову имплементацију, када се могу спроводити брзо и уз учествовање великог броја овлашћених учесника.

Приликом организовања купопродајних операција хартијама од вредности, централна банка треба да донесе одлуку о неколико фактора који могу одредити исход и коначне ефекте ових операција централне банке, и то:

- критеријуме за учествовање на аукцијама;
- листу хартија од вредности које могу бити предмет трговања;
- врсту трансакција - репо или трајна трансакција;
- рочност трансакције;
- врсту операције – по фиксној или варијабилној каматној стопи;
- обим операције - са ограниченим обимом или без лимитирања обима;
- фреквенцију аукције - редовне и ванредне операције.

Опредељење за сваки од набројаних фактора у великој мери може детерминисати и утицај који ће централна банка имати на тржиште новца, што ће детаљно бити обрађено у наредном поглављу.

2.3.3.1.2. Учесници у операцијама

Сам одабир учесника у операцијама на отвореном тржишту разликује се од земље до земље, а у оквиру једне земље, он варира од периода до периода. Тако у појединим земљама то могу бити све пословне банке, док се друге пак опредељују за мању групу одабраних учесника које не морају обавезно бити пословне банке. Поред тога, њихов одабир може бити условљен и операцијом која се спроводи у смислу да ванредне операције које је потребно брзо организовати могу бити ограничене на мању групу учесника, или се чак могу билатерално спровести.

Нека генерална правила (критеријуми) за које је употреба овог инструмента показала да су оперативно прихватљиви су:

- *категорија учесника* - имајући у виду потребу за јачањем трансмисионог механизма монетарне политике, не ретко се могу чути препоруке централних банка развијених земаља да не би требало уводити ограничења у погледу категорије учесника у овим операцијама. У том смислу, на аукцијама које организује централна банка потребно је одобрити учествовање и институционалних инвеститора (фондови, осигуравајућа друштва итд.) који потпадају под неки облик контроле централне банке. Са друге стране, могу се чути и мишљење да операције централне банке треба ограничити на оне учеснике који су обвезници по основу обавезних резерви централне банке. Ово јер давање приступа операцијама оним учесницима који нису у обавези да део својих средстава обавезно држе на рачунима код централне банке, њих сврстава у привилеговани положај;
- *конкуренција* - омогућити учествовање релативно великог броја овлашћених институција како би се обезбедио задовољавајући степен конкуренције између њих, што ће свакако утицати и на ефикасност самих операција;
- билансна сума на одређени дан, или као просек у одређеном периоду;
- *улога институције* на тржишту новца у смислу њеног утицаја на промет и каматне стопе на тржишту. Ово је критеријум којем треба дати велики пондер, при чему треба имати у виду да његова примена подразумева да се у одређеној временској динамици врши поновна евалуација значаја појединих институција;

- *техничко-технолошке* могућности попут учешћа у домаћем платном систему, повезаност са регистром хартија од вредности, клириншким кућама и сл.

Такође, историја развоја централног банкарства донела је додатне новине у спровођењу операција, а једна од њих је увођење система примарних дилера. Наиме, све већи број централних банака обавља операције на тржишту новца преко те групе посредника (САД, Велика Британија). Овај систем је изузетно ефикасан у банкарским системима са великим бројем банака и развијеним тржиштима, с обзиром да помаже у минимизирању ризика од стварања олигопола. Основни критеријуми за избор и обнављање лиценце примарног дилера најчешће су: билансна сума институције, кредитни рејтинг, технолошка оспособљеност, активности на секундарном тржишту хартија од вредности (обими трговања за свој рачун и за рачун клијената; истовремено котирање куповних и продајних цена на тржишту – *market maker*; истраживачки и аналитички потенцијал итд.). Пракса је показала да примарни дилери на међубанкарском и отвореном тржишту могу обезбедити 100% успешност аукција хартија од вредности које организује централна банка. Са друге стране, увођење и развој система примарних дилера на малим и неразвијеним тржиштима је дискутабилно, имајући у виду да је мало вероватно да би увођење овог система трансформисало неликвидно тржиште у ликвидно, те је јако битно и одредити прави моменат за њихово увођење.

2.3.3.1.3. Прогноза ликвидности и обим операције

Основна функција операција на отвореном тржишту које спроводе централне банке јесте обезбеђење адекватног нивоа ликвидности финансијског система и утицај на каматне стопе на тржишту новца. Као оптимални ниво ликвидности сматра се онај ниво резерви који је конзистентан са таргетима монетарне политике, било да је то инфлација, монетарни агрегат или девизни курс.

Како би што прецизније управљала ликвидношћу финансијског система, централна банка треба бар једном у току периода издвајања обавезне резерве да спроводе главне операције на отвореном тржишту. Да би спроведене операције дале жељене ефекте, централна банка треба да буде у могућности да што прецизније предвиђа кретања

најважнијих фактора који утичу на позицију ликвидности финансијског система. У ту сврху развијају се модели за прогнозу ликвидности која се може вршити за веома кратке рокове (дневно или седмично), али и за дужи временски хоризонт. Најчешће се прогноза врши за два периода издвајања обавезне резерве имајући у виду да је ниво обавезних резерви изузетно значајан за саму прогнозу.

Фактори на чијем је кретању фокус прогнозе су тзв. „аутономни фактори“, а такав назив имају јер нису под директном контролом централне банке. Реч је, пре свега, о депозитима државе и готовом новцу у оптицају, као и нето страном и домаћој активи. Поред њих, прогнозирају се ефекти на ликвидност „фактора монетарне политике“, тј. токови ликвидности под дејством монетарне политике. И поред тога што су они под директном контролом централне банке, ни њихов утицај на позицију ликвидности се не може прецизно предвидети, имајући у виду да су они познати тек када настану.

Степен предвидивости појединих фактора се разликује међу земљама и углавном је опредељен поседовањем информација о приходима и расходима државе, који у великој мери одређују прецизност прогнозе. У том смислу, све већи број централних банака успоставља неку врсту формалне (званичним документом договорене) или неформалне размене информација која подразумева да надлежна одељења из министарства финансија свакодневно достављају преглед планираних прихода и расхода за одређени временски хоризонт. Поред тога, поједине централне банке од министарства финансија унапред добијају обавештења о изненадним значајнијим приливима и одливима који нису садржани у већ достављеним листама.

Временом су се развиле различите методе и технике које се могу користити за прогнозу ликвидности, при чему су оне опредељене не само степеном предвидљивости аутономних фактора, већ и ефикасношћу и степеном развоја тржишта новца. У том смислу, централне банке земаља у којима је кретање државних депозита изузетно непредвидиво, а приходи и расходи државе непознати док се не реализују, не ретко се одлучују за директну комуникацију са пословним банкама како би добиле податке о њиховим индивидуалним ликвидносним потребама. Са друге стране, централне банке развијених земаља велики значај дају прогнозама ликвидности заснованим на сложеним економетријским моделима.

Резултате прогнозе ликвидности централна банка користи приликом одређивања врсте трансакције (повлачење или обезбеђење ликвидности) и обима операција на отвореном тржишту. Тако је Европска централна банка за одређивање обима главних операција (у периоду када су биле ограничене по обиму) и за калибрирање ликвидности, користила следећу формулу:

$$M^{\text{bench}} = \frac{1}{H-X} \left[\frac{D \cdot (\overline{RR} + \overline{ER} - \overline{CA})}{\text{Accumulated liquidity imbalance}} + \frac{H \cdot (\overline{AF} + \overline{RR} + \overline{ER})}{\text{Future liquidity needs}} - \frac{H \cdot (L + M^{\text{out}})}{\text{Liquidity already provided}} - X \cdot M^{\text{mat}} \right]$$

Извор: сајт Европске централне банке, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp41-53_mb200205en.pdf.

Формула садржи податке о обавезној резерви (обрачуната и просечно издвојена резерва у протеклом делу обрачунског периода, као и потребан просек до краја периода), утицај који ће све предузете монетарне операције испољити на ликвидност банкарског система у прогнозираном периоду и прогнозу аутономних фактора за посматрани период. Главни циљ калибрирања ликвидносних услова био је да се каматне стопе на тржишту новца одржавају на нивоу који је близу референтне стопе ЕСВ-а. Обрачун аутономних фактора на нивоу евросистема не би био оперативно компликован, да не подразумева компајлирање фајлова примљених од националних централних банака.

Табела 2: Прогноза кретања аутономних фактора од стране Централне банке Француске

FACTEURS AUTONOMES	13.01.2012	16.01.2012	17.01.2012	18.01.2012	19.01.2012	20.01.2012	23.01.2012	24.01.2012	25.01.2012	26.01.2012	27.01.2012
Trésor	-30000	-28000	-28000	-24400	-24400	-24400	-24400	-24400	-24400	-24400	-24400
Devises	157469	157176	157201	157207	157214	157219	157228	157229	157229	157230	157232
Effets en cours de recouvrement	85	-87	-147	-160	-179	-201	210	-226	-238	-167	-225
Actifs nets en Euro	180132	175528	175546	176141	176791	173879	171649	172299	171750	172400	173050
Billets en circulation	-165387	-165177	-165836	-164932	-164920	-164898	-164691	-164565	-164473	-164483	-164500
Autres facteurs	-182491	-178087	-178112	-178792	-179412	-176510	-174298	-174954	-174411	-175084	-175688
CBPP	11073	11073	11073	11073	11073	11073	11073	11073	11073	11073	11073
SMP	37944	37944	37944	37944	37944	37944	37944	37944	37944	37944	37944
Autres programmes d'achat	787	787	974	1073	1158	1158	1158	1158	1158	1158	1158
Reserves Obligatoires	38826	38826	38826	19153	19153	19153	19153	19153	19153	19153	19153
Détail des actifs nets en Euro	13.01.2012	16.01.2012	17.01.2012	18.01.2012	19.01.2012	20.01.2012	23.01.2012	24.01.2012	25.01.2012	26.01.2012	27.01.2012
Autres actifs financiers	102484	98552	98552	99202	99852	96940	94710	95360	91811	95461	96111
Titres	88703	88401	88419	88364	88364	88364	88364	88364	88364	88364	88364
Solde net des dettes vis à vis des résidents hors ZE	-10855	-11425	-11425	-11425	-11425	-11425	-11425	-11425	-11425	-11425	-11425
Détail des autres facteurs autonomes	13.01.2012	16.01.2012	17.01.2012	18.01.2012	19.01.2012	20.01.2012	23.01.2012	24.01.2012	25.01.2012	26.01.2012	27.01.2012
Appels de marge	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Autres dettes	-124986	-124986	-124986	-124986	-124948	-124948	-124948	-124948	-124948	-124948	-124998
Divers	-57905	-53101	-53126	-53806	-54464	-51562	-45350	-50006	-49463	-50136	-50790

Извор: Banque de France, интерна документа.

Путем посебне апликације, и према строго дефинисаним процедурама, свака централна банка доставља своју прогнозу аутономних фактора, која се формално и логички проверава. Након извршене верификације, прогнозе централних банака се агрегирају.

The screenshot shows the 'EXDI Web-UI' interface for the 'EUROPEAN CENTRAL BANK'. The main content area displays an 'Autonomous Factor Forecast Message' for the date 14/01/2012. The table below shows the forecast data:

Forecast	
Forecast Date @	14/01/2012
Government Deposits	-20000
Net Foreign Assets	167169
Items In Course Of Settlement	-65
Net Assets Denominated In Euro	160912
Reserves	-162491
Other Autonomous Factors Residual	11073
Crowd Bonds Purchase Programme	37944
Securities Markets Programme	797
Auxiliary Instrument	28826
Reserve Requirements	
Forecast Date @	
Government Deposits	-20000
Net Foreign Assets	167176

Извор: Banque de France, интерна документа.

Слика 1: Приказ базе ЕСВ-а са прогнозама аутономних фактора од стране централних банака

Већина централних банака објављује прогнозе на свом интернет сајту²⁷ и/или кључним информационим системима (*Reuters, Bloomberg* и сл.). На објављене износе учесници на финансијском тржишту гледају као на потенцијалне обиме операција централне банке. Ове активности централне банке помажу учесницима на финансијском тржишту у управљању својом ликвидносном позицијом и делују стабилизујуће на краткорочни сегмент финансијског тржишта.

2.3.3.1.4. Ефикасност операција на отвореном тржишту

Операције на отвореном тржишту представљају „модеран“ инструмент монетарне политике који, у односу на обавезну резерву и сталне олакшице, има низ предности:

- операције на отвореном тржишту су под потпуном контролом централне банке, тј. иницијатива за купопродајне трансакције хартијама од вредности је на централној банци, као и услови под којима ће се спроводити, док је на банкама да одлуче да ли ће учествовати у њима. Са друге стране, обавезна резерва не садржи елементе добровољности банака.

²⁷ Прогноза аутономних фактора ЕЦБ-а доступна је на интернет адреси: <http://www.ecb.int/mopo/liq/html/index.en.html>.

- кроз ове операције може се вршити фино дозирање понуде новца на континуираној основи, док и мале промене у стопи обавезне резерве могу да узрокују велике промене у ликвидносној позицији финансијских институција;

- операције на отвореном тржишту могу да се користе за мање промене резерви или монетарне базе, али и када се јави изненадна потреба за већим променама наведених параметара (велике куповине и продаје хартија од вредности, уз услов да постоји задовољавајући обим прихватљивог колатерала за те операције);

- свака измена стопе обавезне резерве представља својеврстан „ефекат објаве“ мера монетарне политике, што овај инструмент чини мање флексибилним. Код операција на отвореном тржишту овај ефекат је мање изражен, јер се коначни утицаји операција не могу увек и са прецизношћу сагледати, због чега се не може ни донети коначан суд о предузетим мерама и њиховим ефектима;

- ове операције се лако могу кориговати, односно, уколико у њиховом спровођењу дође до грешке, иста се релативно брзо може исправити операцијом супротног смера. Такође, ефикасност операција на отвореном тржишту огледа се и у чињеници да кроз њих централна банка може да врши куповине хартија од вредности у великом обиму, а да убрзо након тога изврши њихову продају у великом обиму, уколико тржишни услови то захтевају. На тај начин централна банка, у кратким временским интервалима, може на регуларној основи да мења монетарну базу. Посебну флексибилност те врсте обезбеђују јој репо трансакције које не утичу на цене хартија од вредности које су предмет трансакције. Насупрот томе, честе промене стопе обавезне резерве могу изазвати конфузију међу финансијским институцијама а самим тим и већу уздржаност у одобравању кредита, посебно оних на дужи рок;

- у условима када се сталне олакшице прекомерно користе, а операције на отвореном тржишту не користе активно за неутрализацију тог канала, простор за контролу резерви ликвидности банака и количине новца у оптицају се битно сужава. Са друге стране, стављање акцента на операције на отвореном тржишту и коришћење сталних олакшица само као сигурносног вентила, чему оне и треба да служе, појачава дејство тржишних сила и поспешује развој међубанкарског тржишта.

2.3.3.2. *Обавезна резерва*

Прописивањем обавезне резерве централна банка обавезује банке да одређени износ свог финансијског потенцијала држе на рачунима код централне банке. Тиме се директно утиче на кредитни потенцијал банака. У том смислу, уколико централна банка жели да ограничи кредитну активност банкарског сектора, она може да повећа стопу обавезне резерве и/или прошири основицу на коју се примењује обавезна резерва. Дакле, за разлику од редисконтних операција и операција на отвореном тржишту које се сматрају динамичним монетарним операцијама, политика обавезних резерви је дефанзивног карактера, јер се њиховом варијацијом брани програмирани раст новчане масе од утицаја егзогених фактора. Релативно већу употребу имају у земљама у развоју и неразвијеним земљама, где се користе у садејству са стопом кредитирања пословних банака²⁸.

Обавезна резерва се углавном активно користи у условима структурне ликвидности или неликвидности банкарског система, односно само у случајевима које карактерише израженији и трајнији поремећај ликвидности банкарског сектора. Повећањем обавезне резерве може се повући вишак ликвидности са тржишта, док се њеним смањењем врши процес обрнутог смера. Пословне банке сматрају обавезну резерву веома ригидним инструментом монетарног регулисања јер она за њих представља облик скривеног опорезивања, у условима када централне банке уопште не плаћају или плаћају врло малу камату на средства имобилисана по основу обавезне резерве. Поред тога, њихова примена је у одређеној мери и селективна у смислу да ставља банке у неравноправну позицију, с обзиром да се обавезне резерве најчешће не примењују на небанкарске финансијске институције.

2.3.3.2.1. *Функције обавезне резерве*

Обавезне резерве представљају одређени проценат депозитних и/или неких других обавеза комерцијалних банака²⁹ које оне, као резерву, морају држати на рачунима код

²⁸ Крстић, Б., 1996, „Банкарство“, Просвета, Ниш, стр 56.

²⁹ Нису увек искључиво комерцијалне банке те које имају обавезу издавања обавезне резерве (нпр. у свросистему то су све кредитне институције, док су у Великој Британији то банке и институције за финансирање станограђе).

централне банке. Историјски посматрано, у почетној фази њиховог увођења, обавезне резерве су више сматране пруденцијалном мером у смислу обезбеђења нормалног функционисања банкарског система у случају наглог повлачења депозита, а мање инструментом за реализацију циљева монетарне политике.

Обавезне резерве имају следеће главне функције:

- смањење дневних нестабилности каматних стопа на тржишту новца (ако се примењује механизам упросечавања резерви у току обрачунског периода);

- утицај на висину активних и пасивних каматних стопа банака, као и на обиме и структуру кредита и депозита.

Сам ниво обавезних резерви углавном је опредељен њиховом функцијом. Тако нпр. уколико је употреба обавезних резерви усмерена на успостављање ефикасне контроле над изабраним монетарним таргетом, онда дефиниција и обухватност основице за обрачун обавезне резерве треба у великој мери да кореспондира са тим таргетом. Са друге стране, уколико је обавезна резерва дизајнирана тако да обезбеди „тампон ликвидности“, приликом дефинисања основице за обрачун обавезне резерве превасходно се треба фокусирати на обавезе које могу бити извор изненадних одлива средстава из банкарског сектора. Тако нагли раст резерви банака узрокован нпр. већим ванредним трошењима државе (монетизација депозита), снажним приливима капитала и сл, може да утиче на нагли пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. У таквим ситуацијама, циљани ниво резерви и каматних стопа могу се поново успоставити кроз повећање обавезне резерве. Дакле, једноставном изменом обавезне резерве постижу се веома брзи ефекти на реперне варијабле тржишта новца – ликвидност и каматне стопе, али се, исто тако, могу подстаћи и веће дисторзије на тржишту.

У периоду увођења и успостављања овог инструмента, а посебно у земљама у развоју, основица и проценат обавезног издвајања утврђивани су на изузетно високом нивоу у циљу брзог и „јефтиног“ апсорбовања вишка ликвидности. Међутим, посматрано дугорочно, оваква политика није прихватљива јер може деловати дестимулативно на пласмане банкарског сектора а тиме и на развој финансијског и реалног сектора.

Дакле, са развојем централног банкарства, а посебно у развијеним земљама, функција обавезних резерви као пруденцијалне мере, временом је слабила због тога што:

- је настојање да се смање елементи „присиле“ довело до значајног смањења стопа обавезних резерви, и то до оних нивоа када оне не могу бити значајан „тампон“ ликвидности;

- је са развојем финансијских тржишта проширена лепеза ликвидних облика имовине које банке могу активирати у случају изненадних повлачења средстава;

- је током времена, а посебно са развојем и имплементацијом упросечавања обавезних резерви, све више јачала њихова употреба у монетарне сврхе;

- су операције као што су сталне погодности централне банке постепено преузимале улогу које су обавезне резерве некада имале у управљању ликвидношћу. Изузетно високе стопе обавезне резерве нису биле добре са аспекта заштите депозита, јер су могле да изазову проблеме са ликвидношћу и успоравање неопходног развоја финансијског тржишта.

Једном дефинисани, и основица и стопа обавезне резерве, не треба да буду предмет честих измена. То не значи да не треба уважавати измењене услове у којима се спроводи монетарна политика, већ да је за фино управљање ликвидношћу коришћење операција на отвореном тржишту знатно примереније.

2.3.3.2.2. Недостаци обавезне резерве

Поред разлога везаних за све присутнији тренд финансијске либерализације, примена обавезних резерви је све ограниченија, односно мења се и прилагођава новим условима пословања, због одређених недостатака уочених током периода њихове интензивне употребе. Пре свега се мисли на:

- нежељени утицај на структуру банкарских послова. Наиме, да би остварила свој пун ефекат на тражњу за новцем, обавезна резерва треба да буде са надокнадом која је испод пуне, тј. испод референтне стопе централне банке. Међутим, таква врста ремунације представља својеврстан порез за банке. Услед тога банке, не ретко, настоје да ове својеврсне расходе умање прекомпозицијом структуре својих обавеза и/или изменом политике каматних стопа. Ово конкретно подразумева раст извора средстава и инструмената који не подлежу обавезним

резервама, али и могућност да банке трошак обавезне резерве пребаце на клијенте кроз повећање активних каматних стопа. Због тога се сматра да, иако више обавезне резерве повећавају ефикасност контроле над новчаном масом, смањење банкарског посредовања може да измени овај утицај;

- неизвесност процене прецизног ефекта обавезних резерви на тражњу за новцем, може да отежа доношење одлука о висини и начину промене обавезних резерви с циљем постизања жељеног ефекта на изабрани таргет;
- честе и нагле измене обавезне резерве (стопа и/или основице) нису препоручљиве јер услове на тржишту чине нестабилним и мање предвидљивим.

Из наведених разлога, активно коришћење обавезних резерви као инструмента монетарне политике је смањено у већини развијених земаља, и оне сада имају тенденцију одржавања на ниском нивоу.

2.3.3.3. Сталне олакшице (погодности)

Сталне погодности представљају инструменте монетарне политике чије коришћење иницира банка или нека друга финансијска институција која има приступ овим олакшицама. Банке их користе у циљу обезбеђења ликвидности кроз тзв. кредитне олакшице, односно у циљу депоновања ликвидности кроз тзв. депозитне олакшице. Користе се у условима када су друге могућности исцрпљене или мање сигурне. Због тога се, иако расположиве у сваком тренутку, оне углавном користе пред крај радног дана када је позиција ликвидности (вишак/мањак) финансијске институције већ извесна. Поред тога, пракса је показала да је њихово коришћење нешто интензивније последњег дана обрачунског периода обавезне резерве, потом у дане измиривања већих обавеза попут плаћања ПДВ-а и акциза, као и у периодима већих краткорочних прилива средстава (нпр. уплате пензија).

Иако су ове олакшице стално расположиве, очекивања централних банака иду у правцу њихове искључиве употребе за ванредна дневна усклађивања позиција ликвидности, док ће се редовно и трајније управљање ликвидношћу превасходно вршити кроз упросечавање обавезне резерве, међубанкарске трансакције и операције на отвореном

тржишту. С обзиром да ове погодности представљају једну врсту сигурносног вентила за управљање ликвидношћу, оне су углавном краткорочне (најчешће преконоћне).

Имајући у виду да превелико ослањање на ове погодности може да успори развој међубанкарског тржишта, централна банка, у изузетним околностима и на одређено време, може ограничити њихово коришћење неким неценовним механизмима. У том смислу, централна банка може ограничити број дана у току којих се ове олакшице могу користити, може ограничити њихов обим на одређени проценат капитала финансијске институције, и сл. Коначно, централна банка може привремено и обуставити употребу ових олакшица у посебним околностима. Једна од таквих ситуација може настати у периоду израженијих очекивања (шпекулација) у погледу девалвација домаће валуте, када банке користе погодности позајмљивања средстава од централне банке, очекујући да остварени профит након девалвације покрије трошкове задуживања код централне банке по казним стопама.

С обзиром да је циљ готово већине централних банака да се ове олакшице користе само као врста погодности у изузетним условима, а не за свакодневно управљање ликвидношћу, оне најчешће носе „казнене стопе“. Као такве, каматне стопе на сталне олакшице имају улогу својеврсног „водича“ за каматне стопе на тржишту новца: у условима вишка ликвидности тржишне каматне стопе ће осцилирати око стопе на депозитне олакшице, док ће у условима мањка ликвидности тржишне каматне стопе бити на нивоу ближе стопи на кредитне олакшице.

2.4. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ У ВАНРЕДНИМ УСЛОВИМА

С обзиром на значај али и комплексност финансијске стабилности, јасно је да централна банка мора да предузима и активности у циљу њеног постизања и одржавања. У том смислу, централна банка треба да идентификује и прати нормалне, стресне и екстремне ситуације како би својим операцијама и мерама спречила нарушавање једном успостављене стабилности. Уколико ипак дође до појаве стресне ситуације, централна банка ће, кроз своје операције, настојати да дугорочније усклади рочност своје активе и пасиве. Појава стресне ситуације узроковала би отежано обављање међубанкарских трансакција. У таквим ситуацијама банке се углавном задужују по веома неповољним условима, и то само онда када им је позиција

ликвидности таква да захтева задуживање, а централна банка почиње да спроводи операције дужих рочности како би смањила притисак на краткорочне операције. У екстремним ситуацијама пак, централна банка ће кроз ванредне активности промтно реаговати на веће поремећаје на финансијском тржишту што је посебно изражено кроз улогу последњег уточишта, било у правцу обезбеђења ликвидности (LoLR – *lender of the last resort*) или повлачења ликвидности (BoLR – *borrower of the last resort*).

2.4.1. Идентификовање стресних ситуација

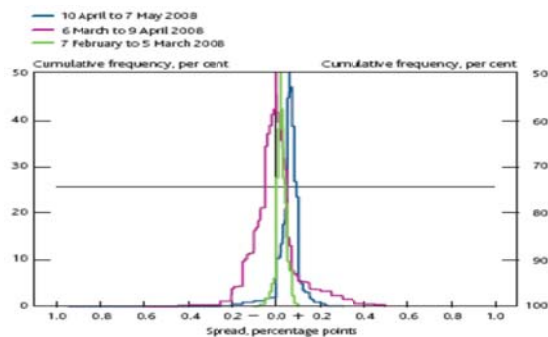
Финансијска криза која је ескалирала лета 2007. године у САД-у а потом се прелила на Европу 2008. године недвосмислено је потврдила неопходност перманентног прикупљања и анализирања података о бројним параметрима који би својим кретањем могли да укажу на настанак стресних ситуација. У том циљу, централна банка мора да прати не само локално, већ и глобално финансијско тржиште, а пре свега цене финансијских инструмената као и волатилност каматних стопа и обима трансакција. Ово у циљу сагледавања актуелних финансијских (системских) ризика. Додатно, централна банка анализира и кретања на тржишту некретнина, тржишту финансијских деривата (преко кога се могу добити релевантне информације за сагледавање очекивања од стране тржишних учесника) и другим тржиштима. Могућност појаве стресних ситуација може се пратити помоћу квантитативних и квалитативних техника. Квантитативне технике које се најчешће користе ради сагледавања стресних ситуација на тржишту новца су:

- ниво распона каматних стопа (*spread*); флукуација распона каматних стопа (волатилност *spread-a*) мерена, углавном, кроз стандардну девијацију; дистрибуција каматних стопа за чије мерење се најчешће користе следеће функције: CDFs – *cumulative distribution function*, PDFs – *probability distribution function*; EVD – *extream values of distribution*.

Функције дистрибуције имају доста распрострањену улогу због своје једноставности, при чему се могу поделити на емпиријске и теоријске. Емпиријске функције дистрибуције се заснивају на историјским подацима и одличан су алат за идентификовање стресних ситуација на финансијском тржишту које могу настати услед: високих спредова али и волатилности каматних стопа на тржишту новца; проблема са колатералом; тржишне доминације учесника; одступања циљаних резерви банака

(*reserve targets*) у односу на остварене и сл. Због њиховог значаја за указивање на могућност појаве системских ризика, сви наведени параметри морају бити предмет сталних анализа. Препорука је да се не користе комплексни статистички модели (нпр. регресиони модели) већ једноставни модели са мањим бројем променљивих. Пожељно је да се помоћу функције дистрибуције (нпр. CDFs) прикаже одступање посматраног параметра од његове циљне величине, јер је то „визуелно разумљивије“ него што је то случај са комплексним моделима.

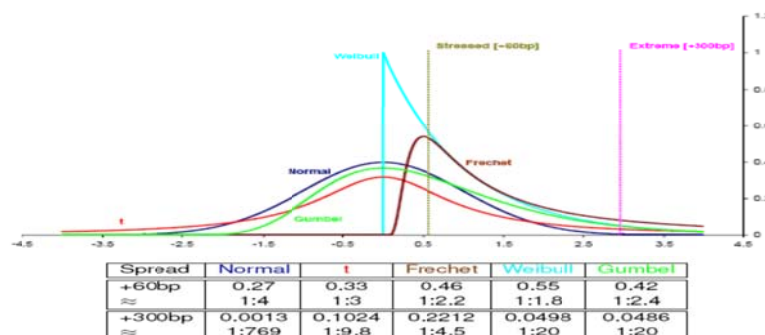
Графикон 5: Одступање каматне стопе на осигуране позајмице од референтне стопе ВоЕ



Извор: Quarterly Bulletin 2008 Q2, Bank of England, графикон 43.

Теоријске функције су углавном засноване на вероватноћи настанка стресних и екстремних догађаја. У ту сврху најчешће се користе вероватноћа настанка будућег догађаја (PDF) и теорија екстремних вредности (EVD). Тако се на примеру краткорочних каматних стопа на тржишту новца, за све облике дистрибуције, њихова одступања у односу на референтну каматну стопу од преко 60 б.п. могу окарактерисати као стресна ситуација, док настанак екстремне ситуације имплицирају одступања преко 300 б.п.

Графикон 6: Распоред дистрибуције каматних стопа у циљу оцене стресне и екстремне ситуације



Извор: Bank of England, интерна документа.

2.4.1.1. Мере централне банке у стресним ситуацијама

Уколико ипак дође до настанка стресне ситуације, неке од могућих мера које централна банка може применити су:

- убризгавање/повлачење ликвидности преко нивоа процењеног моделом за краткорочно предвиђање ликвидности;
- промене циљаног нивоа резерви банака (*reserve targets*);
- продужење рочности операција обезбеђења/повлачења ликвидности;
- спровођење ванредних операција финог подешавања ликвидности;
- сужавање/проширење коридора каматних стопа;
- ревидирање листе колатерала;
- продужење крајњег времена за сталне олакшице.

2.4.2. Екстремне ситуације

За разлику од стресних ситуација када се мере централне банке не разликују превише од мера у нормалним околностима, у екстремним ситуацијама предузимају се ванредне активности и промптно се реагује на уочене поремећаје на тржишту. Као адекватан пример екстремне ситуације може послужити криза тзв. високоризичних хипотекарних кредита (*subprime mortgage crisis*) која је ескалирала лета 2007. године у САД, а потом се великом брзином проширала и на остале континенте. Сматра се да је 9. август 2007. године био тачка прекида, тј. појаве црног лабуда на тржишту новца³⁰. Еродирана ликвидност система, нагли пад цена финансијских инструмената, колапс тржишта новца, пад цена некретнина, пад агрегатне тражње праћен драматичним падом кредитне активности, пад привредне активности и коначно - рецесија.

Поред очигледног нарушавања стабилности финансијских система, анализа додатних ефеката светске финансијске кризе указала је и на друге нежељене пропратне појаве³¹:

- **Нарушавање кредибилитета банке** - тзв „стигма“ ефекат. Било да се ради о нормалним, стресним или екстремним ситуацијама, постоји могућност озбиљног нарушавања кредибилитета банке уколико јавности постану доступне информације

³⁰ Taylor, J. B. and Williams, J. C. 2008. "A black swan in the money market", *National bureau of economic research, WP 13943*.

³¹ Из предавања проф. Charlesa Goodhart-а, некадашњег члана Монетарног одбора БоЕ.

да она користи кредитне олакшице централне банке, или да се према њој примењује неки специјалан програм обезбеђења ликвидности. Класичан пример „стигма“ ефекта је случај *Barclays bank* која је у периоду од месец дана два пута узимала кредит за одржавање ликвидности од Банке Енглеске. Домаћа и инострана штампа, преко дилера из банака, дошла је у посед информација о тим трансакцијама. Нарушена је не само њена позиција на тржишту новца, већ и функционисање целокупног тржишта јер се радило о једној од највећих банака која послује на територији Енглеске. Да стигма ефекат може бити већи уколико се ради о неликвидној банци према којој се примењује посебан „програм“ обезбеђења ликвидности показује пример *Northern Rock* банке у Енглеској. Наиме, одмах по објављивању увођења посебних мера према овој банци, велики број клијената нагло је повукао своје депозите из банке. Ово је даље изазвало велике проблеме не само за банку већ и за финансијски систем у Енглеској. Ови и слични примери недвосмислено указују да опредељење централне банке да промптно и у потпуности објављује информације, односно да делује транспарентно ради јачања интегритета тржишта, може негативно утицати на стабилност финансијског система. Тим пре ако се пре изношења информација у јавност могу предузети корективне мере којима се уочене дисторзије могу исправити или бар ублажити.

- **Дисторзија у кретању каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту.** Анализом кретања на највећим тржиштима новца утврђено је да су каматне стопе на међубанкарске позајмице нешто дужих рочности (1М, 3М) неколико година пре кризе биле знатно више у односу на преконоћну стопу. Другим речима, на трансакције тих рочности зарачунавана је релативно висока премија. То је посебно било карактеристично за 1М и 3М *Libor* стопе. Поред високих премија, ове стопе су бележиле и високу волатилност. Описана кретања намећу логично питање – због чега централне банке нису реаговале раније? То нас доводи до наредних закључака:

- У потрази за већим профитом, све већи број банака преусмеравао је своје пласмане из државних хартија од вредности ка мање ликвидним, али приносно уноснијим хартијама корпоративног сектора. Ово свакако отвара питање да ли централна банка, у нормалним условима, треба и може да стимулише банке да држе

више квалитетних и ликвидних хартија, како би се избегла нова криза ликвидности у будућности? Могуће решење је да се банкама „наметне“ минимални рацио квалитетних хартија од вредности које морају имати у својој активи. Најновије регулаторне измене потврђују намеру централних банака широм света да се уведу мере макропруденцијалне политике којима ће се битно утицати на улазак банака у „ризичне“ активности и формирање резерви ликвидности и капитала.

- Накнадна анализа је показала да су централне банке развијених земаља знале за кредитну кризу али ништа нису учиниле да спрече њену ескалацију. Наиме, највеће централне банке и водеће међународне финансијске институције (BIS, IMF) биле су свесне постојања значајног вишка ликвидности на финансијским тржиштима у периоду од 2002. до 2006. године. Овај латентни финансијски балон је, у значајном обиму, био усмераван у изузетно профитабилне али и високо ризичне инвестиције. Иако су у том периоду централне банке развијених земаља могле да повећају референтне каматне стопе и донекле предупреду настанак кризе ових размера, оне то нису учиниле. Разлог за то, према изјавама њихових челника, је тај што су привредни раст и кретање инфлације у средњем року били задовољавајући. Додатно оправдање је да оне нису тачно знале када ће криза наступити јер не постоји одређени параметар или неки „окидач“ који би указивао на почетак кризе, посебно у међународним оквирима. У међувремену је анализа индикатора који би указивали на настанак финансијске кризе знатно напредовала (тзв. системи раног упозорења).

2.4.2.1. Шта предузети у екстремним ситуацијама?

Последња искуства централних банака имплицирају да, у екстремним условима, централна банка може ефикасније да обави своју улогу као чувара финансијске стабилности спровођењем следећих активности:

- Ревидирање, тј. смањивање *haircut*-а на хартије од вредности које се користе у операцијама са централном банком. Наиме, казнене стопе које се примењују приликом обрачуна вредности колатерала, служе као инструмент заштите од ризика за централну банку која на подлози тих хартија обезбеђује ликвидност банкама. Међутим, уколико је листа прихватљивог колатерала сужена на неризичне хартије и

мање ризичне хартије, поставља се питање примене високог *haircut*-а у монетарним операцијама;

- Проширивање листе колатерала у операцијама обезбеђења ликвидности и на инструменте који нису у потпуности неризични, али су довољно сигурни. Тиме ће се, не само проширити лепеза колатерала, већ ће се креирати и додатни подстицај да банке између себе регулишу проблем ликвидности користећи те хартије у међубанкарским трансакцијама. Наравно, то не значи да на листу прихватљивог колатерала треба укључити све инструменте, без имплементације одређених критеријума, већ да критеријуме који се односе на ризик хартија треба ревидирати у смислу да се смањи најнижи дозвољени кредитни рејтинг за конкретну врсту хартије. У том смислу, централна банка ће применити виши *haircut* сходно већем ризику колатерала;

- Укључивање цене имовине у обликовање мера монетарне политике. Питање које је за време последње финансијске кризе било врло актуелно, свакако је реакција централне банке на кретање цене имовине. Сада, више него икада, јасно је да „надуване“ цене имовине, за које не постоји економска утемељеност, могу урушити финансијску стабилност. То отвара дилему да ли цена имовине треба да буде укључена у функцију реакције монетарне политике? Ово посебно у условима када промене тих цена пружају корисне информације у вези са будућом инфлацијом. Такође, узимањем у обзир ових информација приликом обликовања свог инструментаријума, централна банка може „надувавање“ цена имовине учинити мање вероватним промовишући на тај начин финансијску стабилност³².

- Поред наведених генералних мера, поједини централни банкарски професори предлажу и увођење преференцијалног модела убризгавања/апсорбовања ликвидности од стране централне банке (*Preferential Access Scheme* - PAS). Према њима, применом овог модела може се отклонити или умањити „стигма“ ефекат, побољшати ликвидност банкарског система, а банке подстаћи да у нормалним условима држе одређени сток ликвидних хартија стварајући тиме одбрамбене механизме за ванредне околности.

PAS модел заснива се на систему коридора каматних стопа (нпр. +/-1 п.п.) при чему се у оквиру тог коридора утврђују *степенасте транше*. Свака транша подразумева

³² Mishkin, F, 2006, „*Monetary Policy Strategy: How did we get here?*“, *PanoEconomicus*, бр. 54, стр. 377 – 378.

одређену каматну стопу која је у односу на претходну увећана/умањена за одређени број процентних поена (нпр. +/- 0,25 п.п.). Каматна стопа на последњу траншу изједначава се са највишом/најнижом стопом у коридору каматних стопа. Поред различите каматне стопе, свака транша има и одређени временски период коришћења. Такође, сваки степеник или транша у моделу се одређује појединачно за банку, а обрачунава се применом утврђеног процента на просечне депозите становништва код банке у последњих нпр. 6 или 12 месеци. Депозити становништва су узети као основа с обзиром да они у великој мери одражавају и укупни потенцијал банке, али и степен поверења овог сектора у финансијску институцију. Опредељење за обрачун депозитног потенцијала на бази релативно дужег временског периода (нпр. 6 месеци) дестимулисаће стварање „вештачких“ депозита или било коју другу манипулацију са депозитима у циљу обрачуна веће транше.

Кључни елемент модела је дужина трајања сваке транше која може да се мења у зависности од карактера монетарне политике (рестриктивна/експанзивна). Генерално, оптималним роком за коришћење олакшица у оквиру овог модела сматра се период до 30 дана. PAS модел не мора нужно да буде симетричан, тако да временски период коришћења кредитне олакшице за сваку траншу може да буде дужи или краћи у односу на период предвиђен за депозитне олакшице, што опет може да пружи одређене сигнале за вођење монетарне политике. И износ сваке транше може да се мења у зависности од текућих услова, и, као такав, може да се користи као сигнал за монетарну политику (криза ликвидности - повећање транши - експанзивна монетарна политика; и обрнуто). У условима када се стабилност финансијског система поново успостави, обим транше се може обрачунавати не само на бази просечних депозита становништва, већ и на основу просечног учешћа најквалитетнијих хартија у укупној активи банке у последњих једну или две године. Тиме се банке подстичу на држање мање ризичних облика aktive.

Као основну предност овог модела, његови заговорници наводе сталан приступ операцијама са централном банком који нису базирани на хартијама од вредности чији обим може бити недовољан, већ на бази реалних показатеља пословања какви су депозити становништва. Кроз имплементацију овог програма банке би се

стимулисале да примењују додатне мере у циљу привлачења депозита становништва и обнављања поверења у финансијски систем.

2.4.3. Нове монетарне операције по „нултим каматним стопама”

Политика тзв. *zero-bound* каматних стопа представља ситуацију у којој централна банка више не може да спроводи своју политику даљим снижавањима референтне каматне стопе, те је приморана да примењује одређене неконвенционалне мере монетарне политике. Та ситуација карактеристична је за земље у фази дефлације и рецесије³³, а управо то су услови у којима је велики број централних банака развијених земаља спроводио своје мере током појединих фаза финансијске кризе³⁴. Политика *zero-bound* каматних стопа се спроводи када централна банка својим мерама жели да пружи подршку економској активности, при чему је инфлација на релативно ниском нивоу или се чак бележи дефлација. Са аспекта спровођења монетарне политике, важно је направити јасну дистинкцију између пада цена (инфлације) које је резултат смањења агрегатне тражње, од пада цена које је резултат раста продуктивности. Ово јер различити узроци дезинфлационог процеса захтевају и различите мере.

У условима када је референтна каматна стопа изузетно ниска (близу нуле) спровођење монетарне политике се не може вршити на уобичајен начин – корекцијом висине референтне стопе на доле. Дакле носиоци монетарне политике морају да посегну за другим мерама монетарне политике с обзиром да је референтна стопа већ на доњој граници. То значи прибегавање и неким новим инструментима и мерама, које ће обавезно бити усмерене на спречавање појаве очекивања у погледу дефлације, уз евентуално подстицање инфлационих очекивања. У том смислу, паралелно са политиком ниских каматних стопа могу се спроводити и операције већег обезбеђења ликвидности, како би се, и на тај начин, подстакле кредитна и економска активност. Поред тога, централна банка може приступити и програмима замене неликвидних хартија из портфеља банака за ликвидније инструменте и на тај начин пружити подршку укупној ликвидности система. Коначно, централна банка се може одредити

³³ Политика *zero-bound* каматних стопа била је заступљена у САД током периода велике рецесије '30-их године прошлог века, а потом и у Јапану од 2000. године.

³⁴ Крајем 2008. и у 2009. години централне банке најразвијенијих земаља смањивале су своје референтне каматне стопе приближавајући их овој граници (FED, ВоЕ, ЕСВ, SNB). Од 2012. године политика ниских каматних стопа присутна је и код неких земаља у развоју, попут Чешке. SNB је 2015. године, након напуштања доње границе за курс CHF/EUR, свој каматну стопу спустила на ниво ОД -0,75%.

и за девалвацију националне валуте (путем штампања новца и продајом девиза при одређеном нивоу девизног курса) како би подстакла извоз и агрегатну тражњу. Међутим, ове последње активности су супротне циљевима централне банке у режиму таргетирања инфлације и уопште су у супротности са тржишним начином функционисања.

Због већ описаних мана ове политике у смислу немогућности да се промптно реагује даљим снижавањем каматне стопе, може се констатовати да политика изузетно ниских каматних стопа слаби канал каматних стопа. Због тога што овај канал нема исту јачину као у условима виших каматних стопа, ефекти мањих смањења каматних стопа се неће ни у жељеној мери одразити на агрегатну тражњу. Другим речима, улога централне банке у условима изузетно ниских каматних стопа постаје донекле ограничена, па централна банка треба превентивно да делује како би спречила настанак ситуације *zero-bound* стопа. Другим речима, због ограничења која носи, пожељно је минимизирати шансе за настанак ове ситуације. Такође, комуникација са јавношћу представља један од начина за усмеравање инфлационих очекивања на вишем нивоу.

Који ће ефекат на тржиште имати ова политика, у комбинацији са горе поменутих мерама и под условом да је пад цена индукован факторима на страни тражње? *Прво*, под условом да банке не подигну марже, политика ниских каматних стопа ће водити снижавању каматних стопа на кредите, што се може сматрати позитивним ефектом. *Друго*, ефекат ће зависити од спремности банака да средства обезбеђена по овако повољним условима даље пласирају кроз кредитну активност. Не ретко, банке ова средства узимају да им служе као сигурносне резерве, због чега их депонују код централне банке. Другим речима, не користе их као извор кредитне активности па нема ни раста тражње по овом основу. *Треће*, овако јефтина средства банке могу искористити и за куповину државних хартија, што је посебно важно у условима кризе јавног дуга, када се на овај начин омогућује рефинансирање државе на тржишту. Ипак, било какав екстерни шок који доводи до даљег пада цена оставља централну банку без „муниције“ и адекватног инструмента за интервенцију, те централна банка, као што је већ указано, треба да делује како би спречила настанак ситуације *zero-bound* стопа.

Не ретко, сужен маневарски простор централне банке у условима ниских каматних стопа, подразумева да и фискална политика мора поднети део рецесионих терета. У том смислу, одређеним мерама фискалне политике као што су нпр. смањење појединих пореских стопа и/или повећање наменске потрошње од стране државе, може се подстицајно деловати на агрегатну тражњу. Ипак, пример фискалних мера министарства финансија САД-а током последње финансијске кризе, које су биле усмерене на одређене пореске подстицаје у условима рецесије и кредитне кризе, указује да те мере нису биле у потпуности успешне јер је становништво „ванредне приливе“ углавном искористило за штедњу, уместо жељеног усмеравања у потрошњу.

У том смислу, централна банка мора да користи све инструменте како би, у дугом року, била у зони позитивних каматних стопа. Један од начина је да се повећа имплицитни дугорочни инфлациони циљ (нпр. са 2% на 4%). То ће повећати дугорочније каматне стопе, дајући централној банци „муницију“ пре него што имплементира политику ниских каматних стопа.

III ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО УЧЕСНИК НА ТРЖИШТУ НОВЦА

У којој мери ће се инструменти, мере и активности централне банке „раширити“ по финансијском тржишту зависиће, у многоме, од степена у којем централна банка уважава неке од основних постулата за деловање и одлучивање у домену монетарне политике: 1) инфлација је увек и свуда монетарни феномен; 2) стабилност цена може донети знатне користи; 3) не постоји дугорочни *trade-off* између незапослености и инфлације; 4) инфлациона очекивања имају битну улогу у формирању инфлације и за трансмисиони механизам монетарне политике; 5) реалне каматне стопе треба да расту у условима растуће инфлације (тзв. Тејлорово правило); 6) монетарна политика је суочена са проблемом временске недоследности; 7) независност централне банке може да помогне у повећању ефикасности монетарне политике; 8) усмереност на постизање успостављеног циља за изабрани таргет је важна компонента ефикасности монетарне политике; 9) финансијске дисторзије су битан фактор пословног циклуса, те их као такве треба узимати у обзир приликом дизајнирања мера монетарне политике³⁵. Последњи принцип до скоро није био експлицитно укључиван у моделску анализу функције реакције монетарне политике, али је свакако био уважаван од стране водећих аналитичара у централним банкама.

Важност коју централна банка даје сваком од наведених принципа, битно утиче на ефикасност мера монетарне политике, али и функцију које ће она имати на финансијском тржишту, а пре свега тржишту новца. Другим речима, пондери које централна банка даје сваком од наведених постулата определиће и њен избор између директних и индиректних инструмената монетарне политике, дизајн оперативног оквира монетарне политике и комбинацију инструмената монетарне политике. Њихов избор ће потом определити утицај централне банке на развој финансијског тржишта.

Анализа степена развоја финансијског тржишта најчешће је праћена анализом његових следећих елемената³⁶: ширина тржишта, дубина тржишта и отпорност тржишта.

Ширина тржишта дефинише се као трошак промене позиције ликвидности у кратком року. Индикатор ширине тржишта углавном је *bid-offer spread* за каматне стопе на

³⁵ Mishkin, F.S. 2007. "Monetary policy strategy", MIT Press.

³⁶ Gray, S.T. and Talbot, N., 2006., "Monetary operations", Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbooks in Central banking No. 24.

конкретан финансијски инструмент. Технички, *bid-offer spread* изражен у виду цена или стопа приноса, биће ужи за инструменте који имају краћи рок до доспећа и/или за инструменте за којима постоји изражена тражња. На девизном тржишту, на пример, често је случај да је *bid-offer spread* за USD знатно ужи него за неку другу валуту, што је резултат велике заступљености ове валуте, и њене релативно лаке употребе за хецовање девизних позиција. На тржиштима хартија од вредности, *benchmark* (‘реперним’) хартијама се тргује углавном по ужим спредовима у односу на остале хартије сличне рочности. Широка *bid-offer spread* имплицира да је реч о недовољно развијеном (широком) тржишту, или пак може да укаже на појаву аномалија на тржишту које захтевају већу позорност свих учесника. Због тога је циљ готово свих учесника на финансијском тржишту, па и централне банке, постизање и одржавање релативно уског *bid-offer spread*-а који се сматра својственијим за развијена тржишта.

Поред ширине *bid-offer spread*-а као кључног критеријума за мерење ширине једног тржишног сегмента, ширину тржишта опредељује и број, односно разуђеност финансијских инструмената. Тако је на тржиштима која се налазе у почетној фази развоја заступљен само један или веома мали број инструмената, због чега важи и премиса да их карактерише одсуство ширине. Централна банка кроз регулаторну и саветодавну улогу, али и кроз дизајн својих монетарних операција, може битно допринети повећању ширине тржишта у почетним фазама развоја.

Дубина тржишта се дефинише као обим трговине који помера цену конкретног инструмента. Дакле, узак *bid-offer spread* јесте користан, али само уколико учесници могу закључити трансакције по наведеним котацијама. Уколико они важе само за трансакције мањег обима, то имплицира да је реч о мање ликвидном тржишту. Са повећањем обима трансакција мање ликвидним инструментима увећава се и *bid-offer spread*, што повећава ризик код већег отварања позиција и тиме дестимулише те трансакције. Такође, не ретко, *bid-offer spread* се битно разликује за различите секторе, па је тако за сектор становништва, који има лимитиранији приступ финансијским инструментима у односу на нпр. банке, он често релативно широк. Овакве врсте дисторзија не погодују развоју финансијског тржишта, па централна банка има снажан интерес да их, заједно са другим учесницима, отклони или минимализује.

Дубину тржишта такође описује и његова ликвидност. Оно што је битно јесте прављење разлике између: (1) ликвидности укупног тржишта, (2) позиције ликвидности учесника на финансијском тржишту (вишак/мањак ликвидности) и (3) ликвидности конкретног финансијског инструмента (ликвидност инструмента мери се могућношћу његове брзе продаје, тј. конверзије у најликвиднију активу). Тако нпр. тржиште може бити описано као генерално ликвидно, при чему су поједини инструменти изузетно ликвидни, док су неки пак врло неликвидни. Такође, доминантном учеснику на финансијском тржишту, тј. учеснику са великом нето позицијом (дугом или кратком), може бити тешко да затвори своју позицију без већег померања цена, док мањи учесници релативно брзо могу затворити своје позиције. У том смислу, већи број мањих учесника на финансијском тржишту може допринети повећању његове ликвидности и смањити потребу за увођењем *market-maker* функције. Такође, појединим регулаторним мерама може се подстаћи тражња за одређеним неризичним инструментима тржишта новца, што повећава ликвидност тих инструмената у смислу тражње на примарном тржишту, али може ограничити њихов секундарни промет уколико купци не тргују њима већ их држе у свом портфолију до доспећа. У том смислу, од изузетне је важности да се обезбеди стабилност и транспарентност у погледу емисија тих инструмената, како би њихови купци били спремнији да их купују и продају, знајући да постоји регуларност у њиховим емисијама.

Отпорност тржишта се дефинише као брзина којом се цене финансијских инструмената опорављају након шока. Сва тржишта реагују на шокове у већој или мањој мери. Чак и информације које нису од фундаменталног значаја могу дестабилизovati тржиште и тако удаљити цене од њихових равнотежних нивоа док тржиште не увиди да је реч о ирелевантним информацијама, или пак погрешним информацијама. На дубоким, развијеним тржиштима, враћање цена на равнотежни ниво након оваквих епизода је углавном брзо. На мање развијеним тржиштима враћање у равнотежу може бити дужи процес, а може резултирати и успостављањем равнотеже на неком новом нивоу.

3.1. ФАЗНИ РАЗВОЈ ТРЖИШНИХ СЕГМЕНАТА

Упоредна пракса развоја финансијског тржишта указала је на постојање извесног обрасца фазног развоја појединих сегмената тржишта новца, и то по следећем редоследу: (1) девизно тржиште, (2) новчано тржиште, (3) тржиште државних хартија од вредности, (4) тржиште корпоративних купонских хартија и (5) тржиште власничких хартија (акција).

Девизно тржиште је, у иницијалној фази развоја углавном сконцентрисано на сектор становништва, а понекад се одвија и на „црном“ тржишту уколико је регулатива исувише рестриктивна да гуши тржиште. У наредној фази развоја ефикасност се постиже када се трансакције које су веће по обиму као и трансакције између субјеката који су на различитим локацијама почну одвијати у електронској форми. У овом домену централна банка може дати свој допринос кроз стимулативну регулативу и уклањање кључних регулаторних препрека за његов развој, под условом да се тиме не угрози стабилност тржишта. Додатни подстицај може се остварити кроз развој инфраструктуре неопходне за постизање вишег степена ефикасности овог тржишта.

Развој **новчаног тржишта** (*money market*) које је у почетној фази развоја сконцентрисано углавном на веома краткорочне међубанкарске трансакције, не може се замислити без улоге централне банке. Упоредна пракса централног банкарства указује да све већи број централних банака активно учествује на овом тржишту, и има снажан интерес у погледу обезбеђења његовог ефикасног функционисања. Истовремено, ефикасно функционисање новчаног тржишта од изузетног је значаја за централну банку, тј. за реализацију монетарних циљева и циљева централне банке у погледу стабилности домаћег финансијског система. Трансмисиони механизам референтне каматне стопе на финансијско тржиште и укупну националну економију остварује се углавном преко сегмента врло краткорочних трансакција на овом тржишту. То значи да ће ниво конкуренције и ликвидност новчаног тржишта битно одредити ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике. Приликом дизајнирања оперативног оквира монетарне политике, централна банка мора да изврши избор између: директних и индиректних инструмената; пасивног или активног приступа у управљању ликвидношћу финансијског система; мањег или већег ослањања

на пруденцијалне мере. Избором између наведених опција, централна банка углавном опредељује и своју улогу на новчаном тржишту. Развој новчаног тржишта ће бити знатно отежан уколико инструменти монетарне политике и оперативне процедуре нису дизајнирани и комбиновани тако да представљају адекватну подршку његовом развоју.

У најранијим фазама развоја **тржишта државних хартија**, приоритет се даје углавном развоју краткорочног сегмента тржишта, уз високо присуство централне банке на примарном тржишту државних хартија. У наредним фазама развоја, циљ је да се примарно тржиште државних хартија помери са операција између државе и централне банке и да се развије диверзификована база инвеститора у ове хартије. Развој транспарентног плана и програма аукција државних хартија, тржишно формирање каматних стопа и удаљавање државе од операција са централном банком, свакако представљају добар почетак. И за развој овог тржишног сегмента битно је успостављање адекватне инфраструктуре у смислу платног система али и система за клиринг и салдирање хартија од вредности, који би био заснован на нематеријализованој основи и DvP (*Delivery versus Payment*) принципу. Са развојем тржишта, акценат се може дати постепеном увођењу дужих рочности на тржиште и подстицању секундарног тржишта како би се дуже рочности учиниле атрактивнијим за инвеститоре, посебно на тржиштима на којима доминира банкарски сектор. Већ у овој фази, развој овог тржишног сегмента може се подстаћи и кроз већу оријентацију централне банке на индиректне инструменте монетарне политике и промовисање репо тржишта. Репо тржиште је важан сегмент јер може утицати на промену преференције краткорочно оријентисаних инвеститора (којима је ликвидност важна) ка релативно дугорочнијим сегментима тржишта. Инвеститори знају да ће бити у могућности да продају хартије уколико им затреба ликвидност, јер им карактер репо операције то дозвољава. У некој завршној фази, у зависности од преовлађујућих тржишних услова, може се размотрити и увођење функције примарних дилера у циљу подстицања конкуренције и пружања извесне сигурности у погледу реализације на аукцијама државних хартија. Дилери могу касније преузети и улогу маркет мејкера на секундарном тржишту и тако осигурати „двосмерно“ циркулисање ликвидности.

Ипак, уколико се жели постићи бржи развој финансијског тржишта уз веће користи по финансијски систем земље, потребно је усмерити напоре и активности на паралелан

развој свих тржишних сегмената уместо фазног развоја појединих његових делова. Тако нпр. одсуство адекватних инвестиционих алтернатива може узроковати да купци појединих финансијских инструмената не желе да тргују њима јер нису сигурни да ће исте поново моћи да купе, па приноси на ове инструменте могу бити неоправдано ниски. Али, уколико су на тржишту заступљене и државне хартије и хартије корпоративног сектора, разноврснија понуда може охрабрити трговање финансијским инструментима у циљу диверсификације портфеља. Наравно, подразумева се да се све развојне активности не могу спроводити истовремено, да се новом регулативом не могу одмах покрити сва тржишта, да супервизијске активности не могу одмах да покрију све нове трансакције, нити да се инфраструктура за све тржишне сегменте може увести у исто време. Дакле, за регулативне, инфраструктурне и супервизијске активности треба времена да се адекватно уведу и имплементирају. Сваки покушај њихове пребрзе имплементације резултирао би и великим ризицима. Са друге стране, развој тржишта може бити спречен уколико се мере имплементирају исувише споро, или уколико се лепеза финансијских инструмената не шири довољном брзином. Због тога је можда прави редослед који треба следити управо следећи:

- адекватно дизајнирање операција централне банке усмерених на краткорочно управљање ликвидношћу финансијског система,
- имплементација подстицајне регулативе и ефикасне инфраструктуре,
- активности на постизању и одржавању макроекономске стабилности.

3.2. ЦЕНТРАЛНА БАНКА НА НОВЧАНОМ ТРЖИШТУ

Новчано тржиште (*money market*) обухвата трансакције краткорочним средствима на неколатерализованој основи као и растуће тржиште осигураних позајмица, тзв. репо тржиште. Кључни учесници на новчаном тржишту традиционално су банке, али, не треба занемарити ни остале компаније које користе овај сегмент тржишта за краткорочно управљање ликвидношћу попут осигуравајућих компанија, инвестиционих и пензионих фондова. Ова друга група учесника је углавном заступљена на развијеним тржиштима, а у мањој мери на тржиштима у развоју. Поред њих, као што је већ било речи у претходном поглављу, изузетно важан учесник на тржишту новца је и централна банка, која својим инструментима утиче на његову ликвидност, рочну структуру резерви и кретање цена финансијских инструмената.

Своје операције централна банка спроводи са банкарским сектором, а инструменти монетарне политике којима она најдиректније утиче на трошак и расположивост резерви банака, а самим тим и на количину новца у оптицају и кредитну активност, су:

- операције на отвореном тржишту,
- обавезна резерва,
- операције на девизном тржишту,
- сталне олакшице.

Искуство показује да фокус својих активности на новчаном тржишту централна банка ставља на одржавање адекватне количине ликвидности (који је у складу са њеним циљем или циљевима) уз потребан ниво каматних стопа, док банке свакако приоритет дају минимизирању трошкова. У том смислу, потребно је наћи својеврстан баланс између ових циљева. Због тога је предмет даље анализе сконцентрисан на утицај централне банке на:

- ликвидност на новчаном тржишту и рочну структуру резерви,
- кретање краткорочних каматних стопа и формирање криве приноса,
- постизање и одржавање стабилности финансијског система, пре свега кроз ублажавање кредитног ризика и ризика ликвидности.

3.2.1. Утицај централне банке на ликвидност на новчаном тржишту

Анализа утицаја централне банке на ликвидност на новчаном тржишту захтева да се прво утврди да ли централна банка операције спроводи у условима мањка или вишка ликвидности финансијског система. Дакле, позиција ликвидности финансијског система може битно одредити не само избор, већ и ефикасност операција централне банке. Ово јер централна банка има потпуно другачију позицију када обезбеђује ликвидност, јер су то услови у којима финансијски систем више зависи од њених операција. Комбинација инструмената којима централна банка утиче на ликвидност у систему говори нам пак о политици управљања ликвидношћу коју она жели да спроводи на тржишту новца, тј. да ли жели да буде активан или пасиван учесник на тржишту.

3.2.1.1. Прогноза ликвидности

Основна функција операција на отвореном тржишту које спроводе централне банке је обезбеђење адекватног нивоа ликвидности финансијског система и утицај на каматне стопе на тржишту новца. Као оптимални ниво ликвидности сматра се онај ниво резерви који је конзистентан са таргетима монетарне политике, било да је то инфлација, монетарни агрегат или девизни курс.

Да би спроведене операције дале жељене ефекте, централна банка треба да буде у могућности да што прецизније предвиђа кретања најважнијих фактора који утичу на позицију ликвидности финансијског система. У ту сврху развијају се модели за прогнозу ликвидности која се може вршити за веома кратке рокове (дневно или седмично), али и за дужи временски хоризонт, најчешће за два периода издвајања обавезне резерве имајући у виду да је ниво обавезних резерви изузетно значајан за саму прогнозу. Коришћене формуле углавном садрже податке о обавезној резерви (обрачуната и просечно издвојена, као и потребан просек до краја периода), утицај који ће предузете монетарне операције имати на ликвидност банкарског система у прогнозираном периоду и прогнозу аутономних фактора за посматрани период (погледати на примеру ЕСВ-а који је дат у претходном поглављу).

Како би што прецизније управљала ликвидношћу финансијског система, централна банка мора бар једном у току периода издвајања обавезне резерве да спроведе главне операције на отвореном тржишту. Полазну основу за одређивање обима и врсте операције, који ће бити у складу са утврђеним циљевима централне банке, чини прогноза ликвидности. Прецизна прогноза ликвидности, о којој је већ било речи, подразумева да њени креатори потпуно разумеју токове ликвидности између централне банке и банака, и њихов утицај на биланс стања централне банке. Поред тога, успешност прогнозе, а тиме и ефекат операција централне банке, зависи и од могућности централних банкара да прецизно прогнозирају утицај аутономних фактора на резерве банака (нето трансакције са државом, готов новац у оптицају, нето страна актива). Централна банка потом спроводи операције са циљем неутралисања ефекта аутономних фактора на ликвидност банкарског система, како би резерве биле на нивоу који неће угрозити реализацију циљева централне банке. Оно што пак треба имати у

виду јесте да утицај државе на резерве ликвидности представља најволатилнију и најнепредвидљивију компоненту анализе. Због тога, не ретко, централне банке и тела надлежна за управљање јавним дугом потписују неку врсту протокола или пак меморандума о размени података, којима се прецизирају начин, рокови и врсте информација који су предмет размене. Углавном је реч о планираним приходима и расходима државе по свим компонентама, и за најдужи могући период за који могу да се ураде (традиционално је реч о краткорочним пројекцијама с обзиром на волатилност ових компоненти). Уколико у међувремену дође до битнијих одступања остварених од пројектованих токова, или уколико експерти надлежни за управљање јавним дугом утврде да ће доћи до њиховог битнијег одступања, централној банци достављају кориговани план прихода и расхода. У земљама у развоју које имају своју локалну валуту, а држава располаже релативно високим девизним депозитима, велику важност добијају и благовремене информације о монетизацији ових депозита. Реч је о трансакцијама које могу имати велики утицај на резерве банкарског система, а тиме и на операције централне банке. Поред трансакција са државом, централне банке земаља у развоју морају пажљиво пратити и све друге информације и трансакције које се могу одразити на кључне параметре плитког тржишта новца. Тако нпр. већа одобравања валутно-индексираних субвенционисаних кредита могу да изазову апресијацијски притисак у периоду одобравања, и депресијацијски у периоду доспећа. Периоди већих исплата дивиденди широком кругу малих акционара могу такође подстаћи краткорочне турбуленције на тржишту, уколико акционари одмах приступе куповини девиза. То значи да, у сарадњи са кључним актерима, ове процесе треба обављати плански и постепено. То даље значи да централна банка треба да прати све трансакције које могу бити узрок краткорочнијих или дугорочнијих нестабилности на тржишту, и да предузима адекватне и благовремене операције у циљу неутрализације њихових ефеката.

3.2.1.2. Операције централне банке у условима вишка vs мањка ликвидности на тржишту

Поред процене краткорочне нето ликвидносне позиције система, централни банкарски врше и константне анализе карактера позиције ликвидности финансијског система, како би се утврдило да ли систем карактерише привремен или структурни вишак

односно мањак ликвидности. Управо карактер ликвидносне позиције најбитније опредељује употребу инструмената монетарне политике.

Наиме, у случају **привремене неусклађености нето позиције ликвидности** финансијског система (мањак/вишак ликвидности) банке су уобичајено усмерене на међусобно трговање ликвидношћу. У таквим условима централна банка неће своје инструменте користити тако да дугорочније утиче на позицију ликвидности. Уместо тога, део ликвидности који није задовољен на тржишту може се обезбедити кроз спровођење ванредних краткорочних операција на отвореном тржишту у форми репо купопродајних трансакција са хартијама од вредности или пак путем краткорочних девизних своп трансакција централне банке кроз које купује девизе а обезбеђује домаћу валуту према унапред утврђеним условима у смислу своп поена. На овај начин се одржава равнотежа на тржишту, позиција ликвидности система остаје избалансирана, међубанкарска трговина није угрожена, а краткорочне каматне стопе на тржишту новца не бележе флукуације. Уколико централна банка не би препознала да је реч о краткорочној нарушености позиције ликвидности финансијског система и посегне за инструментима попут трајних купопродајних операција са хартијама од вредности у циљу стерилисања или обезбеђења ликвидности, таквим избором може изазвати веће поремећаје на финансијском тржишту. Наиме, уколико је систем само привремено био у позицији вишка ликвидности, а централна банка повећа обавезну резерву или спроведе трајну куповину хартија како би повукла вишак са тржишта, већ по престанку деловања фактора који су иницијално узроковали привремени вишак, тржиште ће се суочити са мањком ликвидности и растом каматних стопа. Централна банка би у том случају морала убрзо да спроведе операцију супротног смера или да употреби неки други инструмент монетарне политике, и тако призна да је њена првобитна одлука била резултат погрешне процене позиције ликвидности.

Са друге стране, позиција структурног вишка или мањка ликвидности може бити неповољна за развој међубанкарских трансакција у условима када се већина банака налази на истој страни и када не постоји интересовање за међусобно закључивање трансакција. Са сапекта развоја тржишта, позиција структурног вишка ликвидности и консеквентно мали број банака на страни тражње за средствима, неповољнија је за развој међубанкарског тржишта од позиције мањка ликвидности. Адекватно

балансирање позиције вишка ликвидности у таквим условима, захтева анализу узрока настанка ситуација структурног вишка ликвидности. Овај „феномен“ повезује се махом са земљама у развоју које се суочавају са профитно мотивисаним приливима капитала, што је својствено почетним фазама развоја тржишта. Приливи капитала морају се пратити и анализирати, јер су исти, не ретко, праћени великим дефицитом текућег рачуна, волатилношћу монетарних агрегата, инфлације и девизног курса. Ово се посебно односи на приливе капитала који су мотивисани каматно-курсном арбитражом и пласманима у државне хартије од вредности или пак неке друге краткорочне инструменте тржишта новца. Вишак ликвидности може настати и као резултат већих и ванредних монетизација девизних депозита од стране државе, тако да је у оба случаја могуће утицати на измену фактора који доводе до његовог креирања – било кроз измену нормативних аката којима се регулишту приливи и одливи страног капитала, било кроз измену политике управљања јавним дугом. У супротном, тј. уколико се претходно наведене активности не спроведу, централна банка мора да интервенише на девизном тржишту куповином стране валуте, како би спречила да приливи капитала буду генератори нестабилности на девизном тржишту. Ове операције праћене су акумулирањем девизних резерви и растом ликвидности у домаћој валути. Уколико се вишак ликвидности у домаћој валути, креиран било кроз операције трајне куповине девиза централне банке на девизном тржишту или кроз монетизацију девизних депозита од стране државе, промћтно не стерилише, може подстаћи инфлаторну спиралу. Уколико дође до раста инфлације, консеквентно ће се повећати референтна стопа централне банке и каматне стопе на тржишту новца, што ће пак додатно привући нерезиденте мотивисане краткорочном каматно-курсном зарадом. Управо тада постаје важан избор и дизајн инструмената монетарне политике које ће централна банка користити за одржавање стабилности на тржишту. С обзиром да је реч о дугорочном карактеру вишка ликвидности, извесно је да ће централна банка користити дугорочније операције за његово апсорбовање. Такође, с обзиром да је стерилизација вишка ликвидности праћена трошковима за централну банку, централна банка ће вероватно вршити опредељење између употребе обавезне резерве која може бити мање трошковно оптерећење за централну банку (у зависности од стопе ремунације) или пак скупљег али тржишнијег и флексибилнијег инструмента попут операција продаје хартија од вредности од банкама. Пракса показује да централна банка која, у условима вишка ликвидности, кроз своје операције не повлачи цео вишак са тржишта, то чини не

само због трошкова стерилизације, већ и како не би дестимулисала међубанкарске трансакције као и пласмане банака у неке друге инструменте и производе. Уместо тога, централна банка посеже за комбинацијом инструмената који ће на најбољи и најефикаснији начин допринети остварењу циљева у погледу стабилности цена и укупне финансијске стабилности. У том смислу, рочност и фреквенција операција централне банке постају изузетно важни. Опредељење за конкретну операцију зависиће од њеног циља. Управо дужи рокови и трајне трансакције примеренији су тржиштима у развоју које карактерише позиција структурног вишка ликвидности финансијског система. Дуге рочности углавном служе за управљање ликвидношћу а не каматним стопама, због чега се у њима централна банка понаша као *price-taker*. Са друге стране, краткорочне операције се најчешће спроводе у циљу имплементације политике каматних стопа, и у њима се централна банка понаша као *price-maker*. Битно је и да операције буду међусобно усклађене као и да календар и циљеви операција буду усклађени са политиком управљања јавним дугом.

На тржиштима које карактерише **позиција структурног мањка ликвидности**, попут US, UK или ЕУ, централна банка кроз своје операције настоји да обезбеди недостајући износ ликвидности. У том смислу, значај прогнозе ликвидности за ова тржишта постаје још израженији јер прекомерно обезбеђење ликвидности кроз нпр. операције на отвореном тржишту може довести до краткорочних дисторзија кроз вишак ликвидности и пад каматних стопа до нивоа стопе на депозитне олакшице. Са друге стране, недовољни обими операција су још непожељнији, посебно у условима када је међубанкарско тржиште погођено недостатком поверења међу трансакторима, што може битно нарушити тржишну равнотежу и водити наглom скоку каматних стопа и паду ликвидности тржишта. Управо тада су операције централне банке најбитнији сигурносни механизми за стабилизацију тржишних кретања и очекивања. Оно што се може извести као генерални закључак је да централне банке више преферирају да кроз своје операције обезбеђују ликвидност, јер су онда у позицији да оне диктирају услове на тржишту. Због тога, не ртеко, кроз свој инструментаријум, а пре свега политику обавезних резерви, централне банке настоје да креирају позицију „мањка ликвидности“ у систему.

3.2.1.3. Активан vs пасиван приступ управљању ликвидношћу

Приликом дизајнирања оперативног оквира монетарне политике централна банка је у позицији да врши избор између активног и пасивног приступа у управљању ликвидношћу. Централне банке које нису у могућности да прецизно прогнозирају позицију ликвидности тржишних учесника ни на кратак рок, углавном се опредељују на избор пасивне стратегије. У том случају фокус се даје сталним олакшицама које постају главни инструменти централне банке за управљање ликвидношћу, или се централна банка једноставно одлучује да не стерилише вишак ликвидности из система. Друге централне банке се пак опредељују за активну стратегију, уз постојање сталних олакшица које искључиво имају функцију „сигурносних вентила“. Разлика у приступу огледа се, делом, кроз ширину коридора каматних стопа које се примењују на депозитне и кредитне олакшице. **Пасиван приступ** најчешће резултира уским коридором који треба да буде брана за превелике осцилације краткорочних каматних стопа. Поред утицаја на смањење волатилности краткорочних каматних стопа, узак коридор каматних стопа значи и ниже трошкове (на кредитне олакшице), односно више приходе за учеснике у операцијама са централном банком (на депозитне олакшице), али и доминантно присуство централне банке на новчаном тржишту. То имплицира да постоји и могућност појаве моралног хазарда у смислу да исувише пасиван приступ централне банке може резултирати тиме да поједини тржишни учесници престану да воде активну политику управљања ликвидношћу. Потпуно супротан приступ управљања ликвидношћу представља политика широког коридора каматних стопа, када централна банка оставља вишак ликвидности на тржишту, што за последицу има ниску активност на тржишту уз високу волатилност краткорочних каматних стопа. Ови механизми се могу користити уколико тржиште функционише релативно нормално, тј. уколико међу тржишним учесницима не постоји дестимулативна политика лимита за закључивање трансакција и извесно је да већина учесника своје потребе може да задовољи на тржишту. Коначно, сходно условима на тржишту, централна банка може да мења само једну границу коридора и тиме успостави асиметричан коридор каматних стопа. Разлози таквог поступања биће дати у једном од наредних поглавља на примеру Централне банке Турске, која активно користи политику асиметричних коридора у циљу стабилизације кретања на девизном тржишту у условима волатилних прилива капитала.

Са друге стране, **активан приступ** управљању ликвидношћу постиже се кроз: (а) стављање акцента на операције на отвореном тржишту, (б) механизам потпуног упросечавања резерви, (в) адекватну политику сталних олакшица, којом се дестимулишу операције са централном банком.

3.2.1.4. Политика сталних олакшица

Коришћење сталних олакшица централне банке иницира банка или нека друга финансијска институција која има приступ овим олакшицама. Користе се у циљу депоновања ликвидности кроз тзв. депозитне олакшице односно у циљу обезбеђења ликвидности кроз тзв. кредитне олакшице, углавном у условима када су друге могућности исцрпљене или мање сигурне. У којој мери ће се оне заиста користити зависиће од атрактивности каматних стопа и тренутних услова на тржишту. Другим речима, обе олакшице ће се интензивније користити уколико су каматне стопе које оне носе близу тржишних каматних стопа или пак уколико су сви учесници на тржишту на истој страни позиције ликвидности (сви имају вишак или сви имају мањак ликвидности). У таквим условима централна банка има улогу важног учесника на тржишту преконоћних трансакција (сталне олакшице су махом преконоћне). Трећа ситуација када се оне интензивније користе је ситуација већих тензија и неизвесности на тржишту, када неповерење међу тржишним учесницима усмерава банке на трансакције са централном банком. Тада централна банка има битну стабилизациону улогу на тржишту новца.

Ипак, у пракси, увек једна врста олакшице има већу употребу, што махом зависи од структурне позиције ликвидности финансијског система. Тако су у развијеним земљама сталне погодности депоновања средстава мање коришћен инструмент од кредитних олакшица. Асиметрија, односно ређе коришћење ових олакшица одражава чињеницу да је банкарски систем у већини развијених тржишта константно „кратак“ за резерве. У земљама у развоју пак, које се суочавају са структурним вишковима ликвидности, већу употребу имају депозитне олакшице.

3.2.1.4.1. Депозитне олакшице

Овај, најчешће краткорочни инструмент монетарне политике, првенствено је усмерен на повлачење ликвидности у условима када тржишни механизми, из одређених разлога, нису доступни или нису ценовно прихватљиви. Њихова употреба је израженија у земаљама у развоју, где су кредитни ризик и ризик ликвидности виши и перзистентнији. Услед тога, банке се чешће опредељују за депоновање средстава код централне банке него на пласман средстава на међубанкарском тржишту, а посебно на тржишту неосигураних трансакција. Такође, неадекватна краткорочна прогноза ликвидности банкарског сектора од стране централне банке, а самим тим и неадекватан обим операција на отвореном тржишту (нижи од стварног износа слободних средстава банака до краја обрачунског периода), може привремено узроковати раст преконоћног депоновања средстава код централне банке. Услед наведених разлога, битно је да каматна стопа на ову олакшицу буде адекватно одмерена од стране централне банке, тј. да буде довољно испод тржишних каматних стопа, чиме се банке дестимулишу да ову олакшицу сматрају алтернативом за међубанкарске трансакције. Са унапређењем и развојем међубанкарског тржишта, као и смањењем кредитног ризика и ризика ликвидности, коришћење депозитних олакшица централне банке се смањује, а каматне стопе на ову олакшицу преузимају жељену функцију доње границе коридора каматних стопа на међубанкарске трансакције тих рочности.

Када је реч о условима коришћења овог инструмента, углавном не постоје квантитативна ограничења за њих, док је рочност инструмента махом преконоћна. Ипак, поједине централне банке утврђују минималне или максималне износе које банке могу депоновати код ње. Такође, у неким земљама централне банке организују аукције депозита, односно повремено позивају банке да, на унапред утврђене рокове (нпр. 7 до 14 дана), по фиксним каматним стопама, депонују средства код ње. Овакав дизајн инструмента карактеристичан је за земље са вишком ликвидности у којима је употреба операција на отвореном тржишту ограничена.

3.2.1.4.2. Кредитне олакшице

Овај инструмент монетарне политике првенствено је усмерен на обезбеђење ликвидности у условима када други механизми, из одређених разлога, нису доступни или нису ценовно прихватљиви. Ове погодности су углавном веома кратких рочности,

односно дизајниране су тако да се кроз њих задовољава краткорочна потреба за ликвидним средствима. С обзиром да су позајмице од централне банке скупе и да је коришћење таквих кредита на дуже рокове неисплативо, супер кратка рочност олакшице одговара и зајмопримцима. Поред преконоћне (*overnight*) рочности, у појединим земљама егзистирали су и различити модалитети ове погодности, тако да њихова цена варира у зависности од броја дана коришћења кредита. То конкретно значи да ће у случају дужег периода непрекидног коришћења ове олакшице, зајмопримац морати да плати камату по каматним стопама изнад оних које важе за преконоћне рочности.

Кредит за ликвидност може се одобрити уколико подносилац захтева (углавном је реч само о банкама, па се у овом делу позивамо само на банке) поседује прописана средства обезбеђење за ову трансакцију, најчешће у форми хартија које издају држава и/или централна банка. Са аспекта оперативног спровођења мера монетарне политике, прецизно дефинисање листе прихватљивог колатерала за ове трансакције је од изузетне важности. У том смислу треба водити рачуна да је портфељ ових хартија на задовољавајућем нивоу јер, у супротном, банке могу доћи у позицију да због недовољног обима колатерала не могу позајмити потребан износ. Треба имати у виду да укључивање одређене хартије на листу колатерала може бити повећати тражњу за њом, а самим тим може утицати и на њену цену. Такође, фаворизовање поједине врсте колатерала, попут државних хартија у локалној валути, може послужити и за реализацију додатних циљева поред обезбеђења ликвидности. Све наведено имплицира да политика колатерала централне банке може бити подстицајна за развој тржишта у локалној валути, у смислу утицаја на ликвидност овог тржишног сегмента и криву приноса на истом.

У циљу једноставног оперативног коришћења ове олакшице од изузетне је важности да подаци о колатералу, тј. средствима обезбеђења за ове трансакције буду лако доступни централној банци. Наиме, сама чињеница да се ове олакшице користе углавном пред крај радног дана, када је позиција ликвидности трансактора већ извесна, подразумева да се све операције вредновања колатерала и евентуално спровођење одговарајућих радњи над хартијама (блокирање хартија, односно упис заложног права централне банке на њима) морају обавити у изузетно кратком интервалу како би се банци

средства брзо ставила на располагање. Из тог разлога, пожељно је да регистар хартија које могу служити као колатерал у овим трансакцијама буде при централној банци или при одређеној институцији (нпр. централни регистар хартија од вредности) чијим подацима централна банка има брз и неограничен приступ. У неким земљама се минусни салдо на жиро-рачуну банке забележен на крају радног дана, аутоматски покрива одговарајућим износом кредита за ликвидност, односно банка не мора слати захтев за коришћење ове олакшице. Наравно, ово уколико банка поседује валидна средства обезбеђења, односно одговарајући колатерал у потребном износу.

Уколико ова олакшица не би постојала, банке би, из сигурносних разлога, настојале да држе више резерви него што им је потребно. Држање вишка резерви за неподвижене ситуације веома лако би могло да узрокује дисторзије на тржишту новца тако што би поскупело међубанкарске трансакције и, консеквентно, смањило обиме трговања на том тржишту. Из тих разлога, и сама чињеница да банке у ванредним ситуацијама могу позајмити средства од централне банке, чини управљање резервама банака знатно примеренијим реалним тржишним околностима.

3.2.1.5. Дужина обрачунског периода и механизам упросечавања обавезних резерви

Битни фактори о којима централна банка одлучује приликом дефинисања стратегије активног управљања ликвидношћу, свакако су и дужина обрачунског периода и дизајн обавезне резерве. Дужина обрачунског периода треба да буде дефинисана тако да он у потпуности одговара условима у којима се спроводи монетарна политика. У том смислу, дужина периода ће у великој мери бити опредељена фреквенцијом редовних операција централне банке на отвореном тржишту. Другим речима, пожељно је да обрачунски период буде најмање једнак дужини главних операција. Иако највећи број централних банака своје операције спроводи бар једном седмично, обрачунски период од седам дана није адекватан избор, већ је пожељно да он траје најмање две седмице а, по могућству, четири до пет седмица. Такође, веома је битно да крај обрачунског периода не пада у дане када су изражене осцилације ликвидности (нпр. измиривање обавеза по основу пореза, акциза и сл.), јер то може изазвати краткорочне поремећаје на тржишту новца.

У почетним фазама увођења овог инструмента, велики број земаља је прописивао обавезно дневно издвајање резерви банака у смислу процента од обрачунате обавезне резерве који банка свакога дана мора држати на рачуну предвиђеном за те сврхе (минимални % дневне издвојености обавезне резерве). Ти проценти су у почетку били доста високи, понекад су ишли до висине од 100%, због чега су тако утврђене обавезе представљале значајну баријеру ефикасном дневном управљању ликвидношћу банкарског система. Међутим, развој и све већа употреба тржишних инструмената монетарне политике, а посебно операција на отвореном тржишту, као и потреба за успостављањем ефикасног међубанкарског тржишта новца утицали су на измену „дизајна“ обавезне резерве. Централне банке су отпочеле постепено снижавање процената обавезног дневног издвајања обавезних резерви, да би се на крају постигла делимична или потпуна флексибилност издвајања ових средстава на дневном нивоу. Реч је о успостављању тзв. упросечавања обавезне резерве у току обрачунског периода. Могућност упросечавања обавезне резерве значи да износ издвојене обавезне резерве не мора сваког дана да буде једнак износу обрачунате обавезне резерве, тако да вишак издвајања који је забележен једног дана може бити основа за покривање мањка у неком другом тренутку у току обрачунског периода. Као такво, упросечавање банкама даје слободу да самостално, у зависности од кретања ликвидности и других тржишних услова, одлучују о износима резерви који ће издвајати на дневном нивоу, уз уважавање чињенице да на крају обрачунског периода њихове утврђене обавезе морају бити у потпуности испуњене. Овакав систем је прихватљивији са аспекта оперативног спровођења монетарне политике, имајући у виду да он подразумева управљање резервама банака које је флексибилније и примереније стварним потребама банака и њихових клијената, посебно у условима изненадних или сезонских флукуација ликвидности. Паралелно са тим, флексибилност у располагању средствима представља и ослонац за стабилност каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, због чега се може рећи да механизам упросечавања обавезних резерви има стабилизујућу улогу и доприноси успостављању правилнијег облика криве приноса на тржишту новца током периода одржавања минималних резерви³⁷. Наиме, уколико су у неком дану у обрачунском периоду резерве банке знатно испод „обавезног“ нивоа резерви, недостајући износ се не мора позајмити на међубанкарском новчаном тржишту

³⁷ У условима обавезног дневног издвајања, обими преконоћних међубанкарских позајмица и каматне стопе на том тржишту су знатно волатилнији.

уколико су тржишне стопе тога дана изнад нивоа који се очекује да ће преовладати у остатку обрачунског периода. Управо такво поступање тржишних трансактора може текуће стопе вратити на нижи ниво. Такође, у данима када су међубанкарске каматне стопе нешто више, због чега се очекује њихов пад, банка може ићи испод „обавезног“ циљног нивоа резерви и своја средства пласирати по скупљим стопама, и тако остварити зараду. Ове трансакције повећавају понуду средстава на тржишту и враћају стопе на жељени ниво. Тиме упросечавање обавезних резерви доприноси лакшем краткорочном управљању ликвидношћу, и не подстиче настанак ситуација превеликих осцилација каматних стопа на тржишту новца.

Упркос великим предностима механизма упросечавања обавезних резерви, треба имати у виду да, иако упросечавање може допринети активнијем приступу управљања ликвидношћу, оно само по себи није гарант развоја тржишне активности. Као што је већ појашњено, активније управљање ликвидношћу подразумева и да обрачунски период буде адекватне дужине, тј. да не буде исувише кратак или пак превише дуг, како би се подржала стабилност на новчаном тржишту и искористиле све предности упросечавања. Поред тога, успех механизма упросечавања опредељен је и извесношћу да ће централна банка кроз своје операције настојати да адекватно управља ликвидношћу банкарског система, и то на начин који ће јој омогућити остваривање својих циљева. Пре свега се мисли на обезбеђење или повлачење адекватних износа ликвидности, који треба да обезбеде да тржиште остане у равнотежи. Уколико тржишни учесници немају поверења у централну банку, или нередовност операција централне банке и њихова транспарентност нису доказ да ће она бити промптно присутна на тржишту, извесне фрикције се могу десити. Дакле, уколико банке не верују да ће централна банка кроз своје операције настојати да ефикасно управља ликвидношћу, оне ће настојати да држе извесне „бафере“ ликвидности, односно сигурносне резерве. Такво понашање резултат је настојања да избегну могућност да се нађу у краткој позицији ликвидности, због чега би биле принуђене да користе скупе позајмице од централне банке. Све наведено указује да поједини сегменти стратегије управљања ликвидношћу од стране централне банке, уколико нису адекватно комбиновани, не могу обезбедити активнији развој тржишта. Са друге стране, њиховом адекватном комбинацијом и сталним унапређењима у складу са тржишним кретањима, формира се врло добра основа за одржив развој тржишта новца.

3.2.1.6. Јачање улоге операција на отвореном тржишту

Критеријум који у највећој мери одређује колико активан приступ у управљању ликвидношћу има централна банка, свакако је њено опредељење за употребу операција на отвореном тржишту. Операције на отвореном тржишту представљају трансакције које централна банка спроводи на тржишту хартија од вредности у циљу управљања резервама ликвидности банака, монетарном базом и каматним стопама. Управо кроз ове операције централна банка у највећој мери може да утиче на кључне параметре тржишта новца. Тако нпр. уколико жели да повећа резерве ликвидности банака, што по себи представља експанзивни монетарни импулс, централна банка спроводи операцију куповине хартија од вредности. Обрнуто, уколико жели да смањи резерве ликвидности банака, што по себи представља рестриктивни монетарни импулс, централна банка спроводи операцију продаје хартија од вредности.

Посматрано са аспекта утицаја на тржиште новца, сам дизајн операција у великој мери може утицати како на ликвидност на новчаном тржишту, тако и на криву приноса.

Фактори који опредељују утицај ових операција свакако су:

- рочност и фреквенција главних операција;
- врста трансакције - трајне или репо;
- врста аукција – по варијабилној или вишеструкој каматној стопи; са ограниченим обимом или без навођења обима операције;
- фреквенција и редовност осталих операција.

Избор свих набројаних елемената зависиће од циља операција.

3.2.1.6.1. Врсте операција

Врсте операција које ће се спроводити зависиће од циљева који се њима желе реализовати. У принципу, разликују се два основна типа операција на отвореном тржишту, и то: (1) офанзивне операције које имају за циљ промену нивоа резерви и монетарне базе, (2) дефанзивне операције које имају за циљ елиминисање промена других фактора који утичу на резерве банака и монетарну базу.

Поред ове генералне поделе операција, изузетно се често среће и подела операција према њиховој функцији, која подразумева сегментацију на:

- главне операције – усмерене на управљање краткорочним каматним стопама, ликвидношћу и давање сигнала о ставу монетарне политике. Већина централних банака своје главне операције спроводи једном седмично, на рок од једне недеље. Овакав дизајн главних операција показао се, током времена, као тржишно подстицајан. Ово јер у условима када централна банка сувише често спроводи своје операције (нпр. свакодневно), она може заузети улогу једног од кључних учесника на тржишту и тиме угушити интерес за спровођење међубанкарских трансакција. У овим операцијама углавном може учествовати најшира група учесника, јер се преко каматне стопе која се примењује у њима, најчешће преносе сигнални ефекти централне банке;
- дугорочне операције – усмерене на дугорочније регулисање ликвидности финансијског сектора;
- операције финог подешавања – усмерене на фино регулисање ликвидности и управљање краткорочним каматним стопама, а посебно на стабилизацију каматних стопа у условима неочекиваних флукуација ликвидности. Најчешће се користе последњег дана издвајања обавезне резерве у циљу исправљања неравнотеже у ликвидносној позицији која је акумулирана од последњих главних операција;
- структурне операције – усмерене на прилагођавање структурне позиције финансијског сектора.

Додатно, операције се деле на краткорочне и дугорочне. Краткорочне операције најчешће имају рочност до једне седмице, што омогућава да све операције закључене у једном обрачунском периоду истовремено и доспевају у њему. Прилагођавање доспећа операција периодима издвајања обавезне резерве даје велику флексибилност банкама у управљању ликвидношћу. Ово јер централна банка настоји да кроз своје операције у току обрачунског периода обезбеди/стерилише онај обим ликвидности који је потребан да се систем држи у равнотежи, а да се међубанкарско тржиште не угуши.

Актуелна финансијска криза имала је за последицу све чешће спровођење дугорочних операција на регуларној или мање регуларној основи, углавном као додатак уз главне

краткорочне операције. У случају одређења да користи различите рочности за своје редовне операције, централна банка мора јасно и транспарентно образложити такву одлуку, јер превише рочности може збунити тржишне трансакторе и послати погрешне сигнале о жељеном правцу деловања монетарне политике.

3.2.1.6.2. Редовне и ванредне операције

Што се тиче редовности операција, централна банка може спроводити редовне и ванредне операције. У циљу једноставније комуникације, као и повећања транспарентности својих операција, централна банка израђује и објављује календар редовних аукција. Оне се углавном спроводе истим данима у седмици или месецу, а у зависности од фреквенције и рочности главних операција. Битно је да све редовне операције, по обимима, рочности и смеру буду међусобно синхронизоване и усмерене на реализацију циљева централне банке у погледу ликвидности и каматних стопа.

Поред редовних операција, централна банка може спроводити и ванредне операције у условима изненадних флукуација тржишних каматних стопа или наглих промена у позицији ликвидности финансијског система. Као такве, ове операције се морају спровести у врло кратком року (најчешће кроз „брзе тендере“), па се и њихова процедура разликује од процедуре која се примењује приликом организовања редовних операција. Поједине централне банке ове операције спроводе само са одређеном групом овлашћених учесника, или чак билатерално, јер се на тај начин скраћује комплетна процедура њиховог спровођења. Ово посебно уколико једна или свега неколико банака има изражену потребу за амортизовањем изненадних неравнотежа у позицији ликвидности. Међутим, иако брзе и једноставне, операције са малим бројем изабраних учесника могу у крајњој консеквенци довести до неадекватне дистрибуције ликвидности у финансијском систему и до слања погрешних сигнала од стране монетарних власти. Паралелно са тим, учесници у овим операцијама поседују све информације о активностима предузетим од стране централне банке, што их доводи у одређену предност у односу на друге тржишне учеснике. Тај аргумент посебно стоји уколико централна банка за ове операције унапред одреди мању групу учесника са којима би их увек спроводила, што други учесници могу тумачити фаворизовањем истих и консеквентно одлучити да смање своје учествовање на тржишту.

Чињеница да фреквенција и рочност ванредних операција нису стандардизовани, чини их погодним за операције краћих рочности (од 1 до 7 дана). То може бити од посебног значаја у последњим данима обрачунског периода, када се њиховим спровођењем обезбеђује да краткорочна крива приноса на тржишту новца остане равна. Такође, могућност брзог спровођења ванредних операција чини их изузетно флексибилним инструментом монетарне политике. Тако у случају, када закључени обими на редовним операцијама централне банке знатно одступају од понуђених обима од стране учесника, централна банка, уколико процени да је целисходно, може убрзо организовати и ванредне аукције и тиме смањити евентуални притисак на коришћење сталних олакшица у наредним данима.

3.2.1.6.3. *Врсте трансакција*

У пракси постоје две основне врсте трансакција у оквиру операција на отвореном тржишту:

- трајне (безусловне) трансакције (трајна купопродаја хартија или девиза за сврхе монетарне политике),
- репо (привремене) трансакције (привремена купопродаја хартија, девизне своп трансакције, колатерализовани кредити дужих рочности³⁸).

Под **трајним трансакцијама** подразумевају се куповине и продаје хартија од вредности које прати трајна промена власништва на хартијама које су биле предмет трансакције. Такође, уколико се спроводе са хартијама дужих рочности, ове трансакције утичу на изложеност купца тој активи, због чега је извесно да ће утицати и на њихову тржишну цену. Имајући у виду да временска динамика, рочност и обим ових операција могу најавити одређене измене у вођењу монетарне политике, дугорочне трајне трансакције се у савременим условима спроводе када се желе постићи трајни ефекти на кретање примарног новца (у циљу постизања пројектованог раста новчане масе).

Са друге стране, репо трансакције са хартијама од вредности представљају технику трговања хартијама од вредности које у последње време добијају на значају, и то како

³⁸ У овом поглављу биће описане само трајне и репо трансакције са хартијама од вредности.

са становишта пословних банака, тако и са становишта централне банке. Реч је о трансакцијама у којима продавац купцу привремено продаје одређену хартију од вредности, по унапред утврђеној цени, уз обавезу да ту исту хартију од вредности, на уговорени датум (датум реоткупа), откупи по продајној цени увећаној за репо камату.

Избор врсте трансакције превасходно је опредељен настојањем централне банке да на ликвидносну позицију финансијског система утиче на привременој или трајној основи. Уколико централна банка жели на трајној основи да утиче на резерве у систему, трајне трансакције могу бити примеренији избор од репо трансакција.

Хронолошки посматрано, најчешће се срећу случајеви да централна банка своје монетарне операције отпочиње да спроводи кроз трајне трансакције да би, са постепеним „пеглањем“ позиције ликвидности, прешла на репо трансакције.

3.2.1.6.4. Предмет трговања

Операције на отвореном тржишту централне банке углавном су базиране на купопродајним трансакцијама државним хартијама од вредности³⁹. Из тог разлога, од изузетне је важности да портфељ ових хартија буде одговарајућег обима, односно да буде по обиму довољан за спровођење операција између централне банке и других учесника у операцијама. Просечна рочност портфеља државних хартија од вредности варира међу земљама, што је повезано и са оперативним спровођењем политике јавног дуга. Имајући у виду да се иста хартија користи како за сврхе монетарне политике, тако и за финансирање јавног дуга, те да централна банка својим операцијама може битно изменити услове ликвидности на тржишту, координација између централне банке и тела надлежног за управљање јавним дугом сматра се битним предусловом за стабилност финансијског система.

У условима које карактерише одсуство активног и довољно широког тржишта државних хартија од вредности, централне банке могу емитовати сопствене краткорочне хартије од вредности (најчешће у форми благајничких записа) за потребе спровођења операција на отвореном тржишту. Док емитовање ових хартија иде у прилог промовисања независности централне банке, трошкови њихове емисије могу у

³⁹ Током последње финансијске кризе листа колатерала за поједине операције (углавном дужих рочности) је проширивана.

извесној мери дестимулисати њихово коришћење. Такође, заступљена су и мишљења да истовремено спровођење операција са обе врсте хартија (државне и хартије централне банке) може угрозити ликвидност појединих тржишта, подстаћи његову сегментацију и изазвати конфузију међу инвеститорима, што се у крајњој консеквенци може одразити и на цене ових хартија.

Поред државних хартија, предмет купопродајних операција између централне банке и других учесника могу бити и хартије корпоративног сектора (посебно у земљама где је портфељ државних и хартија централне банке недовољан), при чему централна банка јасно прописује критеријуме које оне морају да задовоље како би се обезбедило да се операције спроведе само са хартијама високог кредитног рејтинга.

Сама политика колатерала за монетарне операције може бити изузетно важан фактор развоја тржишта новца, посебно када је реч о државним хартијама од вредности. Инвеститори постају спремнији да их купују јер знају да ће увек моћи, на бази њих, да дођу до ликвидности уколико им иста хитно затреба. Сама чињеница да их централна банка прихвата у својим операцијама делује стимулативно на секундарно тржиште тих хартија, тј. повећава њихову ликвидност и, кроз већу тражњу, може да подстакне и раст њихове цене (пад каматних стопа). Уколико жели да стимулише куповину тачно одређених хартија, као нпр. државних хартија у условима када им тржишни сентимент није наклоњен, централна банка може да спроведе различите програме њихове директне куповине од тржишних учесника. Исто важи и за хартије емитената који се сматрају изузетно важним за домаћу привреду, попут корпорација које обављају одређене активности од јавног значаја, када их централна банка може куповати директно на секундарном тржишту, креирајући тако тражњу за њима. Ради подстицаја тржишта појединих инструмената на тржишту новца, централна банка може организовати и програме замене мање ликвидних хартија уз обезбеђење ликвиднијих хартија, уз одређене накнаде. Иако конкретна политика колатерала зависи од актуелних тржишних услова, неспорно је да било каквој врсти описаног селективизма треба приступати само у изузетним условима, јер он може водити неефикасној алокацији ресурса и подстицању неконкурентских активности. Другим речима, централна банка у својим операцијама треба да прихвата искључиво хартије највишег

кредитног рејтинга, уз њихово вредновање на бази актуелних тржишних услова и без намере да утиче на њихову цену кроз своје операције.

3.2.1.6.5. Учесници у операцијама

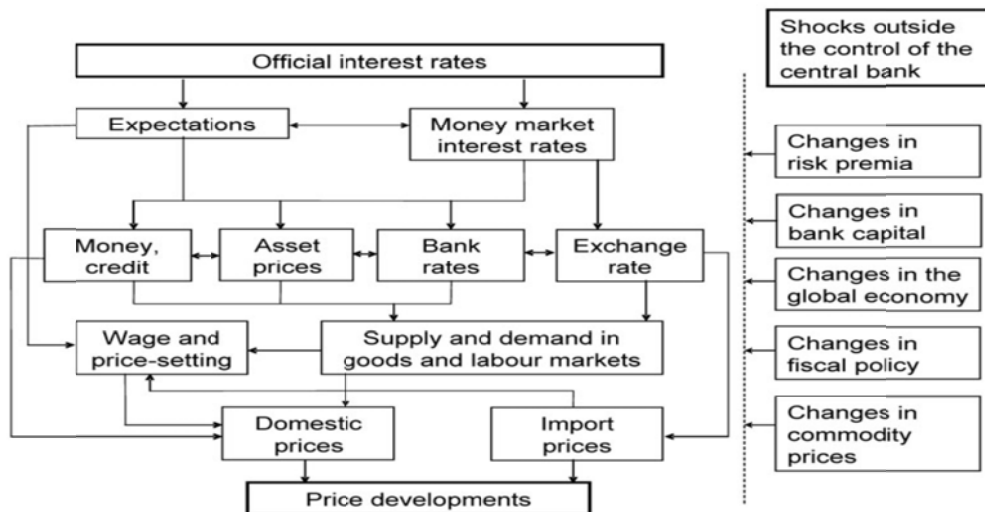
Избор учесника за операције централне банке такође може да утиче на развој тржишта новца. Ограничење броја учесника на одређену групу институција (привилегован приступ операцијама централне банке) може бити условљено њиховом обавезом да ликвидност потом дистрибуирају на остале тржишне учеснике. На тржиштима на којима постоји велики број потенцијалних партнера за операције са централном банком, овакав приступ може се показати ефикасним. Оно што је битно јесте да централна банка врши редовну евалуацију испуњености утврђених критеријума за изабрану групу институција, као и корисност оваквог приступа који је свакако неконкурентски.

Са друге стране, усмереност централне банке на рад са одређеном групом учесника на мањим тржиштима, може бити велика препрека за развој тржишта, због чега треба избегавати те ситуације. Ово јер када централна банка своје операције спроводи са свим учесницима, а не само изабраном групом учесника, она очекује да се њени импулси пренесу прво на међубанкарско новчано тржиште, потом и девизно тржиште и сегмент краткорочних хартија, и коначно, преко комерцијалних банака, на клијенте банака. Тако би нпр. снижење референтне каматне стопе требало да се ефектуира прво на све банке (учеснике у операцијама) а потом и на све учеснике на тржишту. Али, уколико постоји сегментација на тржишту и ефекти операција централне банке се не преносе на све учеснике подједнако, већ су више концентрисане на групу изабраних учесника, врло је извесно да ће наступити ситуација коју карактерише смањена ефикасност канала каматних стопа монетарне политике.

3.2.2. Утицај централне банке на каматне стопе на новчаном тржишту

3.2.2.1. Канал каматних стопа

Трансмисиони механизам монетарне политике испољава се кроз различите канале, утиче на различите агрегате и тржишта, променљивом брзином и интензитетом. Одлуке о промени референтне каматне стопе или комуникација централне банке о будућим одлукама у погледу кретања референтне стопе, свој иницијални ефекат постижу преко финансијског тржишта, кроз утицај на тржишне каматне стопе, девизни курс, цену активе, монетарне и кредитне агрегате. У наредној итерацији ефекти одлуке простиру се на робна тржишта: произвођачи и потрошачи се прилагођавају новим условима на финансијском тржишту, што се манифестује кроз измењену агрегатну тражњу. Реагујући на промене агрегатне тражње, домаћи произвођачи прилагођавају обим производње као и цене својих производа сходно новој тражњи. Мења се тражња и за увозним производима, чије се цене коригују под утицајем промене девизног урса. У том смислу, у коначном ефекту, централна банка утиче на производњу и цене, док инфлација и привредна активност повратно утичу на монетарну политику.



Извор: сајт Европске централне банке, <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>.

Слика 2: Схематски приказ трансмисионог канала каматних стопа монетарне политике

Дакле, канал каматних стопа представља први, тј. традиционални канал трансмисионог механизма монетарне политике. Промена референтне каматне стопе

утиче на инвестиционе одлуке и одлуке о потрошњи, тј. агрегатној тражњи за производима, кроз утицај на каматне стопе на тржишту новца и девизни курс⁴⁰.

Када централна банка снизи референтну каматну стопу, доћи ће до консеквентног пада каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту. Прва варијабла која ће одреаговати на пад референтне каматне стопе, свакако је стопа на преконоћне међубанкарске позајмице у локалној валути. Она је најдиректније везана за референтну стопу а њен ниво одражава позицију ликвидности система. Дакле, ако је систем у позицији мања ликвидности и централна банка кроз своје операције обезбеђује ликвидност, каматна стопа на преконоћне међубанкарске позајмице ће се кретати у горњем делу коридора каматних стопа, између референтне стопе и стопе на кредитне олакшице које представљају цену по којој се банке могу задужити код централне банке. Свака измена једне од ове две стопе, консеквентно води и корекцији стопа на међубанкарске позајмице. С обзиром да су варијабилне каматне стопе на финансијске инструменте на тржишту новца махом везане за реперне стопе на међубанкарском тржишту или пак референтну стопу централне банке, јасно је да ће се импулс централне банке директно пренети и на њихову цену. Даље преношење импулса снижења референтне стопе, у нормалним условима, преноси се на тржиште државних хартија у локалној валути које такође представља једну од инвестиционих алтернатива. Дакле, у условима генералног пада каматних стопа, држава може да очекује да стопа њеног задуживања такође падне.

Ипак, не треба занемарити ниво евроизације/доларизације домаћег финансијског система. Ово јер се каматни импулс централне банке директно преноси само на сегмент тржишта у локалној валути, док инструменти који су деноминирани у иностраној валути остају ван домета експанзивног импулса централне банке. То значи да ће у земљама са високим уделом стране валуте у домаћем финансијском систему, ефикасност канала каматне стопе централне банке, а тиме и укупне монетарне политике, бити знатно умањена.

Поред утицаја на каматну стопу на краткорочне инструменте у локалној валути, промена референтне каматне стопе утиче и на цену дугорочније финансијске активе.

⁴⁰ Алексић, М., Ђурђевић, Љ., Палић, М. и Тасић, Н. 2008. "Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије", Радни папир бр. 15, Народна банка Србије.

Ово јер уколико њихове цене не би биле снижене, инвеститори би могли да се задуже на краткорочном сегменту тржишта, а потом да средства пласирају на дугорочном сегменту, остварујући тако профит. Таква ситуација свакако није одржива дугорочно, с обзиром да ће све већи број трансактора настојати да оствари зараду кроз ове послове, понуда средстава ће се повећати, што ће водити ка постепеном смањењу каматних стопа и на дугорочније инструменте. Ипак, оно што је опредељујуће за доношење одлуке о задуживању и пласирању средстава јесу реалне каматне стопе пре него номиналне каматне стопе. Другим речима, са аспекта зајмодаваца, битније је колико ће добара и услуга моћи да купе по доспећу зајма. Тако ако је номинална годишња каматна стопа на нивоу од 5%, али су цене у тих годину дана повећане за 3 п.п., по доспећу једногодишњег аранжмана реална каматна стопа ће износити 2%. Следствено томе, функционисање канала каматних стопа ће бити ефикасно уколико је промена референтне стопе праћена и променом реалне каматне стопе, бар у одређеној мери. Промена стопе инфлације неће уследити као аутоматски одговор на промену референтне каматне стопе. Ово јер се цене мењају у интервалима, тј. произвођачи не мењају цене својих производа свакодневно нити сви произвођачи истом динамиком мењају цене. Када се реалне каматне стопе снизе, може се очекивати раст инвестиција и потрошње. Ситуација раста потрошње може пак узроковати инфлаторне притиске, под условом да агрегатна тражња пре промене референтне каматне стопе није била ниска и да привреда није била у рецесији. Тако централна банка може доћи у позицију да снижење реалне каматне стопе буде и знатно више у односу на пад који је исказала номинална каматна стопа. Управо описан однос каматних стопа забележен је током последње финансијске кризе, када су централне банке делимично „жртвовале“ циљеве за инфлацију како би, кроз ниже номиналне и реалне каматне стопе, дале подршку привредној активности. Ситуација изузетно ниских каматних стопа централне банке довела је до појаве новог канала трансмисије монетарне политике – тзв. *risk-taking* канал монетарне политике. Он се може ефектуирати у условима када централна банка у дужем периоду води политику ниских каматних стопа и обезбеђења високих обима ликвидности кроз своје операције. Такав амбијент може индуковати улазак тржишних трансактора у ризичније инвестиције у потрази за већим приносима. Ово посебно у условима када трансактори извесно знају да ће та политика бити на снази у дужем периоду. Наговештаји да би она могла постепено да се укине, може изазвати праве турбуленције на тржиштима. Прави пример представљају најаве *Fed*-а с краја маја

2014. године да ће од септембра постепено смањивати обиме квантитативних олакшица, до њиховог потпуног укидања. Амерички инвеститори су одмах одреаговали изласком из ризичнијих пласмана, остављајући тржишта земаља у развоју са великим притиском на локалну валуту. То значи да монетарна политика неће остати потпуно неутрална са аспекта уласка инвеститора у трансакције које могу имати ефекат на финансијску стабилност. С обзиром да је задатак централних банкара да буду чувари стабилности, они треба да буду припремљени на овакве ситуације и да процењују у ком обиму се њихове мере могу одразити на улазак тржишних учесника у ризичније трансакције, и да имају механизме да их спрече или пак дестимулишу.

3.2.2.2. Операције на отвореном тржишту и каматне стопе на тржишту новца

Канал каматних стопа је канал који је у стручној литератури највише експлоатисан као показатељ утицаја централне банке на кључне варијабле на новчаном тржишту. Ипак, централни банкари велики пондер у степену утицаја и трансмисији ефеката монетарне политике дају и дизајну операција на отвореном тржишту.

3.2.2.2.1. Избор врсте аукције и врсте трансакције

Поред утицаја на резерве ликвидности банака, механизам спровођења операција на отвореном тржишту може бити од изузетног значаја у постизању успостављених циљева за каматну стопу. Ово посебно уколико је каматна стопа оперативни таргет централне банке. Наиме, у условима када се на тржишту појави израженији мањак ликвидности, или пак израженији вишак ликвидности, спремност банака на закључивање међубанкарских трансакција се донекле сужава, јер су то услови када су каматне стопе на тржишту новца доста неповољне, тј. удаљавају се на горе од референтне каматне стопе (ситуација мањка) или пак клизе на доле у односу на референтну стопу (ситуација вишка). Другим речима, када се тржиште нађе у позицији мањка ликвидности, тј. када је понуда средстава знатно нижа од тражње, каматне стопе на тржишту новца бележе тенденцију раста. Спровођењем операције куповине хартија од вредности од стране централне банке надомешта се недостајућа ликвидност по стопама које су углавном једнаке референтној каматној стопи централне банке или су за њу везане. Тим монетарним импулсом се истовремено обезбеђује довољна количина

резерви и директно каналише кретање међубанкарских каматних стопа одређених рочности, које би без те интервенције имале тенденцију удаљавања од референтне каматне стопе. Обрнуто важи у условима вишка ликвидности банкарског система, када стопе на међубанкарском тржишту новца бележе тенденцију пада, а спровођењем операција продаје хартија од вредности од стране централне банке одвија се процес супротног смера од описаног. Овим је генерално описан механизам на који централна банка, кроз своје операције на отвореном тржишту, утиче на кретање каматних стопа на тржишту.

Поред утицаја који се остварује преко балансирања нивоа резерви, ефекат операција централне банке на каматне стопе опредељен је и избором врсте аукције за конкретну операцију. **Избор врсте аукције**, односно технике организовања аукција хартија од вредности преваходно зависи од циља који се њиховим спровођењем жели остварити. Организовање аукције по **моделу фиксне каматне стопе** је својствено настојању централне банке да јача сигнални ефекат монетарне политике. Ова врста аукција најчешће подразумева и већи број учесника имајући у виду да при унапред познатим условима не постоји потреба за прибављањем тзв. „инсајдерских“ информација о понуђеним и прихваћеним стопама, као што је то случај код аукција са вишеструком каматном стопом. Као што је раније појашњено, у овом случају централна банка се понаша као *price-maker*, тј. кроз фиксну каматну стопу настоји директно да утиче на краткорочне каматне стопе, а сама аукција се најчешће спроводи без навођења обима операције, већ се све понуде учесника прихватају.

Са друге стране, за операције које су преваходно усмерене на обезбеђење адекватног нивоа ликвидности финансијског система на дужи рок, тј. оног обима који је у сагласности са прогнозом ликвидности централне банке без интенције да се тржиште нпр. преплави ликвидношћу или пак да се повуче апсолутно сав вишак из система, целисходније решење представљају аукције **по вишеструкој каматној стопи**. У овом случају централна банка се понаша као *price-maker* (прихвата стопе банака), а сама аукција се најчешће спроводи уз ограничење обима операције.

Поред „дилеме“ везане за избор између политике у којој централна банка има улогу да формира каматне стопе или прихвата каматне стопе учесника у операцијама, централна банка мора донети и одлуку о лимитирању обима операције или прихватању укупних

понуа банака. У том смислу, најбоља пракса говори у прилог процедурама по којима се аукције по фиксној каматној стопи организују без навођења обима операције, већ се учесницима препушта да га они одреде (прихватају се све понуде учесника). Супротно томе, код аукција по варијабилној каматној стопи обим операције се објављује унапред а учесници се за њега „надмећу“ кроз висину понуђених каматних стопа. Сам избор врсте аукција зависиће од тога да ли централна банка кроз своје операције жели тржишним учесницима да пошаље јачи сигнал кроз објављивање стопе, или пак да кроз понуђене каматне стопе учесника прикупи информације о њиховим очекивањима. Прихватању наведене праксе највероватније су допринеле епизоде прекомерних (*overbidding*), односно недовољних (*underbidding*) понуда које су настајале када су обими операција централне банке били унапред објављивани, а за наредни период су учесници антиципирали промену каматне стопе централне банке. У таквим условима, учесници су подносили првисоке/ниске, па чак и континуирано растуће/опадајуће понуде чији је обим био знатно изнад/испод обима понуде од стране централне банке, због чега су се и каматне стопе на тржишту новца у тим данима одржавале на нивоу који је био удаљен од нивоа референтне каматне стопе централне банке. Због тога су многе централне банке за своје главне операције на отвореном тржишту изабрале модел аукције по фиксној каматној стопи без навођења обима операције.

Поред врсте аукције, јачина утицаја централне банке на каматне стопе зависи и од **рочности операције која се спроводи**. Тако су краткорочне операције махом усмерене на управљање краткорочним каматним стопама, тј. путем њих централна банка спроводи активну политику имплементације референтне каматне стопе и финог краткорочног управљања ликвидношћу. За њихов успех важно је да централна банка има добро развијен економетријски и моделски арсенал који јој пружа подршку у одређивању адекватног нивоа краткорочних каматних стопа који је у складу са циљевима монетарне политике. Са друге стране, дугорочне операције централне банке, попут тромесечних операција, више су усмерене на регулисање ликвидности у систему а мање на управљање каматним стопама.

Са аспекта утицаја на новчано тржиште важан је и избор **врсте трансакција** које централна банка користи у оперативном спровођењу својих операција, тј. опредељење за репо или трајне трансакције. Репо операције су због свог карактера валидан избор централне банке која жели да пружи подршку развоју тржишта. Ово јер се хартије које

су предмет трансакције могу користити и као колатерал за друге репо трансакције, тј. остају ликвидне. Са друге стране, трајна продаја краткорочних хартија није примерена кратким роковима и вероватно би резултирала нижим учешћем учесника у краткорочним операцијама са централном банком. Због тога се све већи број централних банака опредељује да своје главне операције спроводи у форми репо операција краћих рочности (најчешће једнонедељне операције), јер су ретке банке које настоје да утичу на криву приноса на дуже временске хоризонте. Оваква политика им омогућава и да доспеће операција прилагоде периодима издвајања обавезне резерве, односно да све операције закључене у једном обрачунском периоду истовремено и доспевају у њему. То је битно јер се у условима када се одлуке о промени референтне каматне стопе доносе на почетку новог обрачунског периода, на редовним операцијама које су закључене у једном, а доспевају у наредном обрачунском периоду, може очекивати извесна суздржаност или пак превелика тражња учесника уколико се очекују промене каматне стопе централне банке. То би утицало на облик краткорочне криве приноса на тржишту новца, која би из равне путање прешла у растућу или опадајућу. Ово је свакако у супротности са циљевима централне банке, имајући у виду да су краткорочне каматне стопе на тржишту новца чест оперативни таргет монетарних власти.

Конечно, са аспекта утицаја на каматне стопе, посебно у одређеним данима, од значаја могу бити и **ванредне операције** које централна банка спроводи у условима изненадних флукуација тржишних каматних стопа или промена у позицији ликвидности. Као такве, ове операције се спроводе у врло кратком року, најчешће кроз „брзе тендере“, па се и њихова процедура разликује од процедуре која се примењује приликом организовања редовних операција. Чињеница да њихова фреквенција и рочност нису стандардизовани, чини их погодним за операције краћих рочности (од једног дана до седам дана), што може бити од посебног значаја у последњим данима обрачунског периода, када се њиховим спровођењем обезбеђује да краткорочна крива приноса на тржишту новца остане равна. И заиста, уколико је дошао крај обрачунског периода а поједине банке нису у потпуности оствариле просечно издвајање обавезне резерве, оне ће настојати да се више задуже на тржишту. Друге банке, зајмодавци, на бази података које објављује централна банка могу препознати да је реч о ванредним потребама за резервама, што ће наплатити кроз више каматне стопе. Границу за те

стопе представља стопа на кредитне олакшице централне банке. Важи и обрнуто. Уколико последњи дан обавезне резерве банке дочекају са високим нивоом слободних резерви, тј. високом испуњеношћу обавезне резерве, вишак неће моћи да пласирају на тржишту услед недостатка тражње, јер све банке бележе вишак резерви. У том случају махом прибегавају депоновању средстава код централне банке по казним стопама на депозитне олакшице. У таквим условима централна банка може прибећи врло краткорочним ванредним операцијама како би спречила превелике осцилације каматних стопа. Чак и сама чињеница да централна банка може спровести ванредне операције тог дана, у циљу спречавања превелике волатилности каматних стопа, делује стабилизујуће на тржиште.

3.2.2.2. Коридор каматних стопа и каматне стопе на тржишту новца

Као подршку монетарној и укупној финансијској стабилности централне банке већине земаља квалификованим институцијама стављају на располагање сталне кредитне и депозитне олакшице. У мање развијеним економијама у којима операције на отвореном тржишту нису главни инструмент монетарне политике, каматне стопе на сталне олакшице имају изузетно важну улогу у процесу формирања тржишних каматних стопа. Која стопа ће имати већи утицај на каматне стопе на тржишту новца, зависи превасходно од позиције ликвидности банкарског сектора. Тако ће у условима вишка ликвидности тржишне каматне стопе више осцилирати око стопе на депозитне олакшице, док ће у условима мањка ликвидности тржишне каматне стопе бити на нивоу ближем стопи на кредитне олакшице. Са друге стране, у земљама у којима се операције на отвореном тржишту активно користе у спровођењу монетарне политике и каматне стопе на међубанкарском тржишту осцилирају око референтне каматне стопе (уколико се главне операције спроводе по фиксној каматној стопи), стопе на сталне олакшице предсатвају коридоре у оквиру којих каматне стопе на тржишту новца пулсирају.

Кредитне олакшице које централна банка ставља на располагање банкама као могућност која им је доступна у сваком моменту (до нивоа расположивог колатерала), битне су са аспекта утицаја на каматне стопе, али и са аспекта утицаја на политику колатерала. Кредити у оквиру кредитне олакшице по правилу су доступни по фиксним

каматним стопама, тј. зајмопримци се не могу на аукцијама „надметати“ за висину каматне стопе. Каматне стопе на ову олакшицу носе својеврсне пенале у смислу утврђеног увећања изнад референтне каматне стопе централне банке. Услед тога, каматна стопа на ову олакшицу углавном врши улогу горње границе коридора за међубанкарске каматне стопе (пре свега за осигуране трансакције) за рочности на које се кредити односе. Коришћење ове олакшице карактеристично је за одређене датуме када се врше велика плаћања попут измиривања обавеза по основу ПДВ-а или плаћања акциза, и углавном се користи у форми бескаматних унутардневних (*intraday*) кредита, док се врло ретко користе као каматносни преконоћни кредити. Да централна банка не пружа ову ликвидносну подршку банкама, тржиште новца би се извесно суочавало са већим флукуацијама краткорочних каматних стопа у данима измиривања већих обавеза према држави, или у данима извршавања већих налога од стране банака. Поред утицаја на флукуације каматних стопа, кроз ове олакшице може се утицати и на тржиште хартија. Ово посебно у земљама у којима централна банка за сваку врсту монетарних операција посебно прописује врсте хартија које могу бити предмет залоге. Наиме, ова олакшица је важна за банке јер представља извор сигурности да, у условима када на тржишту не могу брзо доћи до ликвидности, исту могу краткорочно позајмити од централне банке и несметано реализовати све платне налоге у току дана. У супротном, ризикује се да, због краткорочне неусклађености прилива и одлива средстава и немогућности банке да одређеног дана реализује платне налоге, читав систем буде угрожен. Због описаних разлога, већина банака ће настојати да у свом портфељу има одређену количну хартија које могу бити предмет залоге за кредитне олакшице централне банке. Тиме се позитивно утиче на тржиште ових хартија и на њихову цену, али треба водити рачуна да се не „зађе“ на терен превеликог селективизма у смислу већег фаворизовања појединих хартија.

Са друге стране, **могућност депоновања средстава** код централне банке, посебно у условима када се систем суочава са привременим вишковима ликвидности, утиче да каматне стопе на тржишту новца не падну превише ниско и тиме наруше циљеве централне банке који се односе на ценовну стабилност. Ово јер ниске каматне стопе могу подстаћи тражњу за кредитима, а тиме и агрегатну тражњу, до нивоа који угрожава циљеве централне банке за инфлацију.

Оно што је од изузетне важности и што може битно утицати на понашање банака у смислу мање или веће усмерености на централну банку јесте ширина коридора и његова симетричност. Тржишно подстицајним коридором каматних стопа сматра се коридор који је такве ширине да првенствено охрабрује и подстиче тржишне учеснике да своју позицију ликвидности избалансирају на тржишту, а да сталне олакшице централне банке користе у изузетним условима. Превише широк коридор може водити већој волатилности краткорочних каматних стопа на тржишту, која није пожељна. Превише широк коридор може и дестимулисати трговање на тржишту - банке могу имати изражену аверзију да дођу у позицију да користе скупе кредитне олакшице, или да се излажу стигма ефекту, због чега се опредељују за превентивно држање резерви ликвидности радије него да тргују вишковима на тржишту. Наравно, овакво понашање повезано је и са *trade-off* ситуацијом између повољније каматне стопе коју би постигле на тржишту и кредитног ризика повезаног са трансакцијама на тржишту са другим учесницима. Са друге стране, превише узак коридор каматних стопа може потпуно угушити међубанкарско тржиште новца и банке усмерити на закључивање трансакција са централном банком уместо на међусобно трговање. Због наведених разлога неопходно је да ширина коридора каматних стопа буде врло пажљиво одређена и примерена тржишним условима. Такође, ширина коридора мора бити стално преиспитивана. Уколико дође до битније измене тржишних услова, треба приступити њеном ревидирању.

3.2.2.3. Политика обавезних резерви и каматне стопе на тржишту новца

3.2.2.3.1. Обрачунски период

Активнији приступ управљања ликвидношћу банкарског сектора и тржишним каматним стопама, централна банка може стимулисати и кроз имплементацију политике потпуног упросечавања обавезних резерви. Механизам потпуног упросечавања обавезне резерве подразумева да банке нису у обавези да свакога дана на рачуну обавезне резерве држе износ који је једнак обрачунатом износу, већ могу повлачити средства са тог рачуна а потом их више издвајати, и то тако да обезбеде да на нивоу обрачунског периода просечна издвојеност обавезне резерве буде најмање на нивоу обрачунатог износа. Чињеница да банке не морају свакога дана да држе високу обавезну резерву битно релаксира њихово управљање ликвидношћу, посебно у данима већих плаћања попут измиривање обавеза по основу ПДВ-а или акциза. Да нема

механизма упросечавања, каматне стопе на тржишту новца би биле волатилније и тиме би се нарушила стабилност на краткорочном сегменту тржишта новца. Такође, када нека банка има изражену краткорочну потребу за ликвидношћу, друга банка може привремено повући део средстава са рачуна обавезне резерве и дати јој позајмицу по стопи која је близу али мало виша од тренутне каматне стопе на тржишту. На тај начин су обе банке оствариле корист, а тржиште је остало релативно стабилно. У супротном, да банка није могла да позајми средства на међубанкарском тржишту због недостатка понуде, била би принуђена да користи кредитну олакшицу од централне банке која носи казнене каматне стопе. На основу изнетог може се извести закључак да механизам упросечавања обавезне резерве може да допринесе лакшем управљању ликвидношћу и смањењу дневних волатилности на тржишту. Ипак, услов за то је да обрачунски период траје најмање две седмице. Опредељење за обрачунски период на „супер“ кратак рок, као нпр. седмично или декадно, својствено је земљама које се суочавају са високом инфлацијом, у којима се монетарна база брзо мења, што захтева промтну реакцију централне банке свим расположивим инструментима.

Такође, за стабилност на тржишту новца од велике користи може бити усклађивање почетка и завршетка обрачунског периода са датумима одржавања састанака тела надлежних за доношење одлука о референтној каматној стопи. Тиме се постиже да се све операције у једном обрачунском периоду обављају под истим условима, чиме се елиминишу шпекулације тржишних трансактора о евентуалним изменама референтне каматне стопе, што може довести до нестабилности на међубанкарском тржишту новца.

3.2.2.3.2. Укључивање хартија и других облика пласмана у издавања обавезне резерве

Поједине централне банке дозвољавају да, осим средстава на жиро-рачуну или посебним рачунима банака код централне банке, и пласмани у одређене хартије или неки облици активе попут злата, могу имати третман средстава који се укључују у издавања обавезне резерве. Такву одлуку централна банка може донети уколико процени да је ликвидност финансијског система привремено нарушена, и када се очекује стабилизација кретања у релативно кратком року. У том случају, тј. у условима привремених турбуленција, за централну банку је једноставније да на овај начин

подржи стабилност система, уместо на пример да снижава стопе обавезне резерве а потом да их повећава када се услови стабилизују. Другим речима, у условима привремене контракције ликвидности, уместо спуштања стопе обавезне резерве и потенцијалног подстицања инфлаторних притисака на тај начин, централна банка може проширити лепезу инструмената за издвајање обавезне резерве.

Поред реаговања на привремене шокове, централна банка може донети одлуку о укључивању других инструмената у издвајања обавезне резерве и када жели да подржи куповину и држање одређене врсте хартија, односно одређену категорију пласмана, и тиме утиче и на њихову цену. У пракси се као такав случај најчешће срећу пласмани банака у државне хартије или хартије централне банке, али су оне редак случај јер се на тај начин може нарушити деловање тржишних механизма и битно утицати на понашање институција које подлежу обавези издвајања обавезне резерве.

3.2.2.3.3. Ремунерација обавезне резерве

Једно од битних питања приликом дефинисања обавезне резерве јесте и стопа њихове ремунерације. Опредељење централне банке да на средства издвојене обавезне резерве обрачунава камату по каматној стопи која је једнака или нижа од референтне стопе централне банке је важно за сагледавање коначног ефекта овог инструмента на тржишне показатеље. Јасно је да стопа ремунерације која је испод референтне каматне стопе, представља својеврстан приход за централну банку а за комерцијалну банку један облик скривеног пореза. Оваква ситуација, посебно у условима када је дискрепанца између стопе ремунерације и референтне каматне стопе велика, може довести до изнуђених измена у структури банкарских послова у смислу смањења учешћа обавеза на које се обрачунава обавезна резерва у корист инструмената који не улазе у основицу за обрачун обавезне резерве.

Све наведено утицало је да централне банке, у све већем броју, усвајају политику потпуне ремунерације обавезне резерве (тзв. ремунерација по референтној каматној стопи). Оваква политика је најчешће заступљена у финансијским системима са мањком ликвидности када се свака стопа испод референтне каматне стопе сматара непримереном. У системима са вишком ликвидности такође је пожељно да се на средства издвојене обавезне резерве обрачунава и плаћа камата, по могућству по

референтној стопи по којој се обављају главне операције продаје хартија од вредности. Алтернативно, на издвојена средства се може плаћати камата обрачуната по стопи која важи за депозитне олакшице (уколико постоје). Једино се у системима са хронично високим, структурним вишком ликвидности, у којима обавезна резерва има важну функцију у монетарном инструментаријуму, прибегава пракси „нулте“ стопе ремунације обавезних резерви. Оваква политика најчешће проузрокује измену каматне политике пословних банака, у смислу да банке, кроз повећање каматне марже, настоје да део или укупан трошак „опорезивања“ резерви пребаце на клијенте. На овај начин се утиче на измену понашања како пословних банака, тако и њихових клијената.

3.2.2.3.4. Обухват основице за обавезну резерву

Сам ниво обавезних резерви углавном је опредељен њиховом функцијом. Тако нпр. уколико је употреба обавезних резерви усмерена на успостављање ефикасне контроле над изабраним монетарним таргетом, онда обухватност основице за обрачун обавезне резерве у великој мери треба да кореспондира са тим таргетом. Са друге стране, уколико обавезна резерва треба да обезбеди „тампон ликвидности“, она ће обухватити обавезе које могу бити извор изненадних одлива средстава из банкарског сектора. У случају да су стопе обавезне резерве високе, а да се на издвојена средства не плаћа ремунација, банке могу да прилагоде структуру својих извора тако што ће повећавати учешће инструмената који не улазе у основицу за обрачун обавезне резерве. Тиме, на индиректан начин, централна банка може да утиче на структуру инструмената на тржишту (нпр. раст сертификата о депозиту или комерцијалних записа банака на рачун класичних депозита, уколико су ови први изузети из обавезне резерве).

3.2.3. Утицај централне банке на стабилност на новчаном тржишту

У претходним поглављима указано је да је последња финансијска криза пред централне банке наметнула низ дилема и нових задатака, а један од њих је стабилност финансијског система. Иако је финансијска стабилност увек била један од важних задатака централне банке, она сада и званично добија значај који је, у хијерархији циљева монетарне политике, донедавно имала само ценовна стабилност. Због тога се „поставља питање да ли се може успоставити оптимум између

финансијске стабилности и стабилности цена. Тако нпр. *Tinbergenovo* (1952) правило указује да „истовремено постизање ценовне и финансијске стабилности захтева развој додатних инструмената монетарне и политике регулације бонитета“ (наведено према *Geraats*, 2010, стр. 60)⁴¹. Дакле, спровођењем монетарне, микро- и макро- пруденцијалне политике савремена централна банка треба, поред одржавања монетарне равнотеже, да делује и у правцу јачања поверења у финансијски систем, кроз повећање нивоа сигурности банкарског као и укупног финансијског система.

3.2.3.1. Стабилизација услова на тржишту

Када је обрађивана тема ризичне структуре каматних стопа, указано је да је ниво каматних стопа на тржишту новца битно опредељен кредитним ризиком и ризиком ликвидности самог инструмента тржишта новца. Кредитни ризик, као што је описано, представља ризик неизмиривања обавеза од стране емитента финансијског инструмента њеном имаоцу, тј. власнику. У том смислу, он је у потпуности опредељен квалитетом и сигурношћу емитента инструмента. Са друге стране, ризик ликвидности зависи од рочности инструмента и општих услова на тржишту. Ликвиднији, тј. инструменти који се могу брже и уз ниже трансакционе трошкове заменити за готовину, интересантнији су за улагаче који су, због тога, спремни да у њих инвестирају своја средства упркос нешто нижим стопама приноса. Ликвидност је, по правилу, већа код инструмената који имају краћи рок доспећа и који својим квалитетом и сигурношћу лако налазе новог купца.

Као индикатор којим се мери заступљеност поменутих ризика на тржишту новца, најчешће се користи *spread* између релевантних *Ibor* и *Ois* стопа на међубанкарске трансакције реперних рочности. Њихова разлика представља премију коју тржишни трансактори зарачунавају на неосигуране трансакције одређених рочности. Као таква, она указује на очекивања трансактора у погледу будућих кретања на тржишту новца. Поред њих, као индикатор кретања на тржиштима новца користи се и *spread* између релевантних *Ibor* и *Repo* стопа не међубанкарске трансакције истих рочности. Имајући у виду да се у однос стављају стопе на неосигуране трансакције (*Ibor*) и стопе на

⁴¹ Крстић, Борко (коаутори Срђан Маринковић и Мирјана Јемовић), Актуелне контраверзе о надлежностима централне банке у односу на њене традиционалне функције, Економске теме, бр. 4/2010, Економски факултет, Ниш, стр. 482.

осигуране трансакције (*Repo*) истих рочности он указује на премију за кредитни ризик. Управо ови параметри имају велики значај за сагледавање услова на тржишту, јер се кроз њих могу пратити трендови на тржишту новца, а њихове нагле промене указују на извесне дисторзије тржишних услова.

Са ескалацијом светске финансијске кризе, анализа кретања релевантних *Ibor - Repo spread*-ова указала је да се њихове растуће вредности не могу објаснити само повећаним кредитним ризиком већ и ризиком ликвидности који је, у појединим периодима, био главна детерминанта „зидања“ каматних стопа за различите врсте и рочности трансакција. У условима општег неповерења међу тржишним трансакторима, које карактерише волатилност каматних стопа и све мања спремност за закључивање трансакција, реакција централне банке мора да буде хитна како би се спречило продубљивање тржишних дисторзија. У таквим условима централна банка најпре реагује комбинацијом оперативних мера и ефикасном комуникацијом са трансакторима. Оперативне мере углавном подразумевају извесне техничке измене у делу операција на отвореном тржишту, пре свега кроз измену динамике и/или модела аукција, што ће зависити од позиције ликвидности финансијског система.

Централне банке земаља које карактерише мањак ликвидности финансијског система, пре свега могу изменити динамику обезбеђења ликвидности кроз своје главне операције, а као резултат измењеног обрасца тражње за средствима. Нарушена тржишна слика, неповерење међу тржишним трансакторима, снажна тражња за краткорочним средствима од стране тржишних учесника којима други трансактори не желе да позајме средства, могу узроковати нагли скок краткорочних каматних стопа и релевантних каматних *spread*-ова. Поред тога, све већа аверзија према ризику такође доводи до појаве тзв. „*precautionary demand*“ у смислу да банке већ на почетку периода издвајања обавезне резерве настоје да у што већем проценту испуне обавезу издвајања, како би са одмицањем периода могле слободније да располажу својим средствима. Ово је посебно карактеристично за мање банке. Не запостављајући основну карактеристику банака да је њихово пословање изложено ризику, пракса показује да је несклоност ризику (аверзија од ризика) више својствена малим него великим банкама, с обзиром да веће банке имају могућност дисперзије својих активности и по том основу

апсорбовање или ревитализацију ризика⁴². Промена у политици управљања ликвидношћу захтева и прилагођавања на страни понуде резерви, што, не ретко, резултира појавом тзв. „*frontloading*“ политике дистрибуције ликвидности у току периода издвајања обавезне резерве. То значи да ће централна банка настојати да кроз своје операције обезбеди знатно веће обиме ликвидности на почетку обрачунског периода, те да на тај начин спречи ескалацију каматних стопа узроковану јаком тражњом за средствима у тим данима. Уколико ни нови образац операција не стабилизује тржиште у потпуности, централна банка може прећи на модел главних операција који подразумева обезбеђење ликвидности по фиксној каматној стопи и без ограничења обима аукције (задовољава се укупна тражња учесника у операцијама обезбеђења ликвидности). Овакав модел је подстицајан са аспекта расположивости резерви у систему и смањења волатилности каматних стопа, премда ограничава међубанкарско тржиште. Због тога не треба да се спроводи трајно, већ само привремено и у условима када се оцени да тржиште не може да се стабилизује без интервенција централне банке.

У случају да се дисторзије додатно продубе, када се бележи драстичан пад ликвидности на тржишту и пад портфеља хартија од вредности које могу да се користе у монетарним операцијама, централна банка може да измени структуру својих операција обезбеђења ликвидности. Како би се обезбедило усклађивање понуде резерви са рочном структуром тражње за истима, може да се уведе политика повећања обима дугорочних операција. Поред тога, у условима смањења обима адекватног колатерала за монетарне операције, услед смањења рејтинга емитената појединих хартија и пада њихове вредности, централна банка може привремено проширити листу дозвољеног колатерала. То се може учинити кроз смањење дозвољеног рејтинга емитентна хартије, као и кроз укључивање нових врста хартија на листу колатерала. Коначно, централна банка може снизити и референтну каматну стопу коју примењује у својим главним операцијама и на тај начин утицати на смањење каматних стопа на тржишту новца. Овај канал трансмисије мера монетарне политике тј. канал каматних стопа је доста снажан у земљама у којима централна банка обезбеђује ликвидност

⁴² Крстић, Б., 1999, „Улога банака у процесу оптимизације конфликтних интереса“, Монографија: Ефикасност трансформације предузећа, Економски факултет у Нишу, Петрограф, Ниш, стр 143.

финансијском систему, јер тако директно утиче на трошак задуживања банака. Ту меру централне банке могу користити уколико се економија не суочава са инфлаторним притисцима, па евентуални раст потрошње неће подстаћи инфлаторну спиралу. Поправљена рочна структура извора средстава кроз раст операција дужих рочности, ниже каматне стопе и уверење да ће централна банка увек пружити подршку финансијском систему, умањиће тензије на тржиштима.

Са друге стране, у земљама у којима централна банка кроз своје главне операције стерилише вишак ликвидности из система како би се спречиле инфлаторне тензије, у случају појаве дисторзија на финансијском тржишту, може реаговати и другим инструментима попут стопа и политике обавезне резерве. Обавезна резерва је посебно важна у земљама у којима постоје хронични вишкови ликвидности, у којима је стопа инфлације релативно висока а самим тим и референтна каматна стопа. У таквим условима централна банка може део вишка ликвидности стерилисати путем обавезне резерве, уз ниску ремунацију тих средстава, уместо да их комплетно стерилише кроз своје операције по високој референтној стопи. У случају дисторзија на таквим тржиштима које су обично праћене неравномерном расподелом ликвидности по банкама, најчешће се дешава да мање банке не могу на тржишту задовољити потребе за ликвидношћу. У таквом амбијенту оне су принуђене да се задужују по високим тржишним каматним стопама (под условом да веће банке желе да им позајме новац), или пак да користе операције обезбеђења ликвидности код централне банке, уколико поседују адекватну залог. С обзиром да преконоћни кредити за ликвидност осигуравају извесну сигурност за банке на кратак рок, али су непрактични за неко трајније управљање ликвидношћу, у зависности од актуелних и очекиваних тржишних услова, централна банака може привремено увести операције обезбеђења ликвидности. Ове операције могу бити у форми колатерализованих кредита, репо операција или девизних своп операција. Опредење за врсту операција зависиће од процене ликвидносних услова на средњи рок, тј. перцепције да ли је реч о привременом недостатку ликвидности у домаћој валути уз задвољавајућу ликвидност у иностраној валути, или се процењује да ће проблеми са ликвидношћу бити трајнијег карактера. У крајњем случају, уколико је домаће тржиште захваћено дисторзијама услед преливања тензија са других већих тржишта, а очекује се да исте трају у дужем периоду, централна банка може снизити високе стопе обавезне резерве и тако у систем ослободити део

ликвидности на трајнијој основи. Уколико би, у условима нарушености тржишних услова, изостала реакција централне банке, мала је вероватноћа да би се тржиште вратило у равнотежу брзо и без већих ефеката по стабилност система.

3.2.3.3. Мере централне банке и тржишна очекивања

Формирање стабилних макроекономских услова и доброг пословног амбијента, битно је како за домаће, тако и за иностране инвеститоре. Планирање пословних активности значи да ће економски субјекти настојати да процене какво пословно окружење могу да очекују у наредном периоду: да ли ће бити довољно тражње за њиховим производима и како ће се кретати трошкови који опредељујуће утичу на њихово пословање. Другим речима, при доношењу одлука пословни субјекти се не руководе само текућим тржишним условима, већ и њиховим очекиваним променама. Управо из тог разлога већина субјеката сматра да је стабилно и предвидиво окружење изузетно важно за спровођење инвестиционих пројеката, посебно дугорочнијих, доприносећи тиме развоју укупног финансијског система. Компаније могу далеко лакше да планирају своје пословање, а кредитори да одобравају кредите дуже рочности, уколико знају да их у наредном периоду не очекује волатилна и висока инфлација која захтева укључивање инфлационе премије у доношење инвестиционих одлука. Већа извесност подстицајна је и за доношење одлука економских субјеката о различитим облицима штедње. Виши ниво штедње утиче позитивно на стабилност финансијског система.

Управо транспарентност централне банке и њена стална комуникација са јавношћу данас представљају један од важних фактора предвидивог пословног амбијента. Уколико је монетарна политика кредибилна, тј. уколико јавност има поверење у централну банку и верује да ће она испунити утврђене циљеве, своја очекивања о кретању инфлације базираће на пројекцијама централне банке. У зависности од тога да ли су очекивања тржишта добро усидрена, или јавност нема поверења у централну банку, иста реакција монетарне политике може изазвати различита кретања у оквиру тзв. канала очекивања који све више фигурира као пети канал трансмисионог механизма монетарне политике. Кредибилна монетарна политика, односно централна банка која је својим мерама и поступањем показала да је потпуно посвећена постизању и одржавању утврђеног циља за инфлацију, кроз добро усмеравање очекивања

тржишних учесника, може појачати дејство мера монетарне политике и тако смањити реалне економске трошкове повезане са њима. На пример, у условима када централна банка очекује раст инфлације у наредном периоду, спровешће рестриктиван монетарни импулс (повећање каматне стопе) како би се инфлација одржала на циљаном нивоу. Раст каматне стопе ће носити ниже економске трошкове уколико су очекивања добро усидрена. Ово јер уколико јавност очекује да ће монетарне власти бити успешне у држању инфлације под контролом, своја очекивања ће формирати у складу са циљаним нивоом инфлације. То значи да ће трансактори, кроз њихове одлуке у актуелном тренутку (нпр. задржавање номиналних зарада), допринети да се избегне убрзање инфлације које је могло да уследи и по том основу. Услед тога ће трошак рестриктивне монетарне политике, у смислу ниже економске активности, бити нижи него што би био да је последично дошло до раста и других трошкова. Дакле, уколико компанија очекује раст инфлације у наредном периоду, ова очекивања ће уградити у текуће цене својих производа. У том смислу, очекивани раст инфлације у будућем периоду води ка расту текуће инфлације. Управо у овом сегменту инфлациони циљ има значајну улогу: уколико економски субјекти имају поверења у централну банку, они ће очекивати да на средњи рок инфлација буде у нивоу инфлаторног циља, чак и када текућа инфлација одступа од њега. То је ситуација у којој су инфлациона очекивања добро усидрена. У том случају су одлуке економских субјеката о ценама производа и политици зараде, конзистентне са инфлационим циљем. Компаније повећавају цене својих производа, па је у таквим условима и за централну банку лакше да инфлацију врати на жељени ниво. Са друге стране, недостатак поверења у централну банку ослабиће ефикасност мера монетарне политике, и њихово трошак, мерен губитком производње и падом реалне куповне моћи, ће се повећати. Уколико инфлациона очекивања нису адекватно усидрена и не постоји високо степен поверења у монетарну политику централне банке, економски трошак ће настати услед раста каматне стопе али и услед додатног раста инфлације генерисаног растом инфлационих очекивања.

Када се говори о значају очекивања тржишних субјекта, не треба занемарити ни очекивања у погледу будућег кретања референтне каматне стопе централне банке. Ова очекивања су уско повезана са очекивањима у погледу инфлације, јер је референтна каматна стопа коју централна банка примењује у својим главним операцијама, најчешћи инструмент који се користи за остваривање инфлационог циља. Очекивања

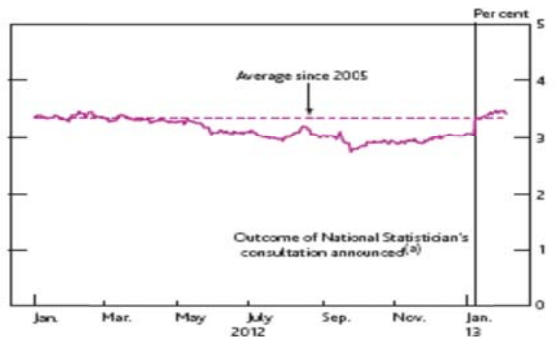
тржишних трансактора у погледу кретања референтне каматне стопе најбоље се могу сагледати на основу кретања на тржишту новца. Тако нпр. када централна банка најави повећање референтне каматне стопе или тржиште на бази јачања инфлаторних тензија очекује да ће централна банка повећати кључну стопу, за очекивати је да се каматне стопе на тржишту новца благо повећају, посебно за трансакције дужих рочности. Паралелно, може се очекивати и промптна реакција на девизном тржишту, која се у овом случају ефектуира кроз благо јачање домаће валуте. Другим речима, кретања на тржишту новца нису опредељена само актуелним тржишним условима, већ и очекивањима у погледу будућег кретања каматних стопа. То даље значи да очекивања тржишних учесника у погледу будућег кретања референтне каматне стопе централне банке утичу на трошак позајмљивања и задуживања не само за банке, већ и за сектор привреде и становништва, чинећи тиме да очекивања добију значајну улогу у трансмисионом механизму монетарне политике на реалну економију.

С обзиром на очигледну важност очекивања тржишних трансактора у погледу кретања инфлације и референтне каматне стопе, поставља се питање како централна банка може мерити ова очекивања (поред стандардних учесника), у циљу дефинисања адекватних мера за правовремену реакцију на одређена нежељена кретања? Један од начина свакако су операције централне банке у којима се она понаша као *price-taker*, односно прихвата каматне стопе понуђене од стране учесника у операцијама. Када је било речи о њима, назначено је да циљ ових операција централне банке није њено настојање да утиче на краткорочне каматне стопе на тржишту новца, као што је то случај са главним операцијама које се углавном спроводе по фиксној стопи. Операције у којима се централна банка понаша као *price-taker* углавном се спроводе са ограниченим обимом, односно у мањим износима и на рокове које су дужи од рокова на које се спроводе главне операције, како би се кроз њих сагледала очекивања тржишних учесника у погледу кретања каматних стопа и инфлације у наредном периоду. Ситуација у којој се каматне стопе у тим операцијама формирају на нивоима који су виши у односу на актуелне каматне стопе, указују на очекивања тржишта у правцу раста инфлације и каматних стопа.

Још један начин за сагледавање очекивања тржишних учесника у погледу кретања каматних стопа и инфлације јесте и анализа кретања на појединим сегментима финансијског тржишта. Овим анализама посвећује се доста пажње у водећим

централним банакама. Централна банка Енглеске је један од пионира у овој области, с обзиром на њену истрајност у спровођењу режима таргетирања инфлације у којем су очекивања тржишних трансактора изузетно важна. Извештаји о инфлацији ове банке садрже посебан део који је посвећен теми очекивања тржишних трансактора у погледу кретања реперних варијабли тржишта новца. Међутим, понекад инфлациона очекивања могу бити под утицајем и очекивања измене таргета за инфлацију (нпр. прелазак са RPI на CPI – као у случају Централне банке Енглеске⁴³).

Графикон 7: Очекивања за RPI (Retail Price Index) пет година унапред, изведена на бази своп трансакција



Sources: Bloomberg and Bank calculations.

(a) The outcome of the National Statistician's consultation on options for improving the retail prices index was announced on 10 January.

Извор: Извештај о Инфлацији фебруар 2013, Bank of England.

Табела 3: Очекивања за референтну каматну стопу, изведена на бази тржишних каматних стопа

Per cent	2014		2015				2016				2017			
	Q4 ^(b)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
November	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	
August	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3		

(a) The data are fifteen working day averages of one-day forward rates to 5 November 2014 and 6 August 2014 respectively. The curve is based on overnight index swap rates.

(b) November figure for 2014 Q4 is an average of realised spot rates to 5 November 2014, and forward rates thereafter.

Извор: Извештај о Инфлацији новембар 2014, Bank of England

За потребе мерења тржишних очекивања може се користити велики број финансијских инструмената. Ипак, треба бити опрезан и водити рачуна да велики број инструмената није директно везан за референтну каматну стопу, те њихово кретање не мора нужно да имплицира будућа очекивања у погледу кретања кључне каматне стопе. Такође, финансијски инструменти су подложни осцилацијама у смислу промена кредитног

⁴³ “Inflation Report”, February 2013, www.bankofengland.co.uk.

ризику и ризику ликвидности током времена, што такође може умањити њихову везу са референтном каматном стопом централне банке. Коначно, поједини инструменти, посебно они дугорочнији, могу да садрже и терминску премију о којој је било речи у претходним поглављима, што додатно може да компликује њихову везу са очекивањима у погледу кретања референтне каматне стопе. Због тога је битно да централна банка акценат стави на инструменте чија цена, у дужем временском периоду, показује релативно добру и стабилну везу са кретањем кључне каматне стопе централне банке. Постојање терминске премије које је својствено дугорочнијим инструментима, може се изоловати применом различитих регресионо заснованих техника, како би се постигла већа прецизност прогнозе. Инструменти тржишта који се могу користити у ове сврхе су⁴⁴:

- **Репо уговори**, тј. колатерализоване међубанкарске трансакције. Кључну сметњу њиховој релевантности за ове потребе представља чињеница да је ово тржиште, у последњих неколико година, сведено махом на кратке рокове до месец дана.

- **Државне хартије од вредности**. Ипак, не треба занемарати чињеницу да је тражња за државним хартијама често условљена и регулаторним захтевима од стране централне банке у смислу држања ликвидне активе, што може утицати на њихову цену.

- **Међубанкарске стопе на неосигуране позајмице** (нпр. *Libor* стопе). Ипак, формирање ових стопа је под великим утицајем кредитног ризика и ризика ликвидности, те је њихова употребљивост за ове сврхе донекле ограничена. И поред тога, оне имају велику вредност у сагледавању услова на тржишту јер се кроз њих могу пратити трендови на тржишту новца, а њихове нагле промене могу указивати на извесне дисторзије тржишних услова.

- **Каматни свопови**. Овај инструмент је структуриран на начин да подразумева минималан *counterparty* ризик, тако да очекивана путања кретања ових стопа не одражава кредитни ризик овог инструмента. Ипак, ограничење овог инструмента за сагледавање тржишних очекивања је што су они углавном сконцентрисани на неколико типичних рочности, и најчешће се користе за шпекулативне трансакције (каматно-курсна арбитража) или хецовање дугих позиција.

- **Форвард уговори**. Реч је о инструменту са великом рочном дисперзијом. Додатна погодност овог инструмента је што се углавном не користи за шпекулативне трансакције већ за управљање ликвидношћу, што га чини адекватним инструментом за

⁴⁴ Joyce, M, Relleen, J, Sorensen, S, 2008, „Measuring monetary policy expectations from financial market instruments“, ECB WP No. 978.

сагледавање очекивања тржишних трансактора у погледу кретања релевантних каматних стопа.

Уколико на бази добијених резултата централна банка уочи да тржишна очекивања битније одступају од њених очекивања и пројекција, неопходно је спровођење промптне реакције. Пре свега треба приступити активнијој комуникацији са јавношћу како би се објаснило дејство фактора које централна банка користи у својим пројекцијама, и како би се појаснио карактер монетарне политике који се очекује у наредном периоду. Ова комуникација је од изузетне важности за стабилност финансијског тржишта, јер уколико између очекивања централне банке и очекивања тржишних учесника постоји велика дискрепанца, то може бити знак неповерења тржишта у монетарну политику или недовољног разумевања њених мера.

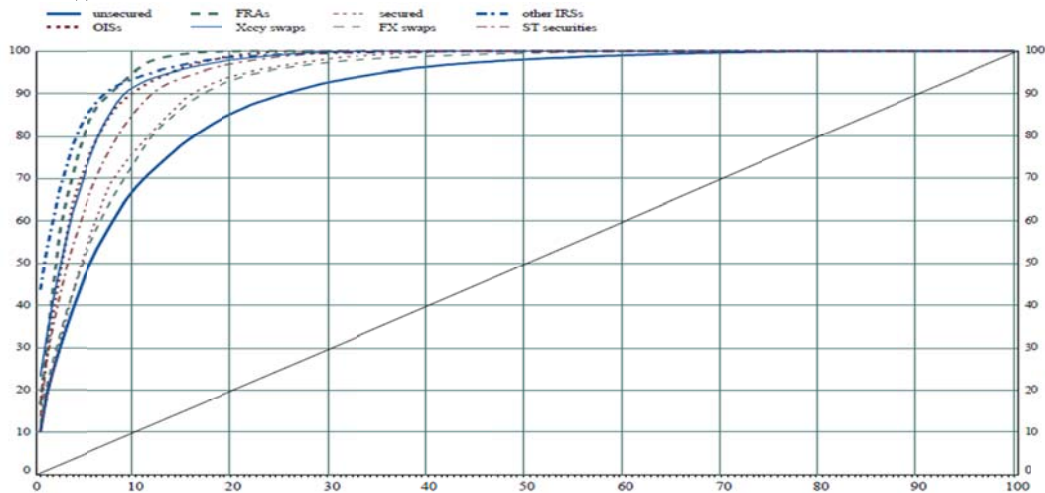
3.2.3.4. Доминација тржишних учесника

Стерилизација вишка ликвидности кроз главне операције на које се примењује референтна каматна стопа може бити скупа опција у условима када је вишак у систему перзистентан, а стопа висока. Са друге стране, кроз ове операције централна банка остварује свој циљ у погледу стопе инфлације, доприноси развоју краткорочне криве приноса и подстиче међубанкарске трансакције. Због тога, треба направити анализу трошкова и користи које се остварују кроз ове операције. Наравно, централна банка може заузети став да не треба да подстиче развој тржишта новца уколико то значи високе трошкове за њу, те да прибегне високим стопама обавезне резерве уз ниску ремунарацију или без исте, и на тај начин да спречи раст инфлације. Међутим, код оваквог поступња не узима се у обзир дистрибуција ликвидности у финансијском систему која може бити неравномерно распоређена. Финансијским тржиштем може да доминира неколико великих „играча“ са високим вишковима ликвидности, док остали учесници могу да имају избалансирану позицију ликвидности или пак краткорочни мањак ликвидности. Увођење високих стопа обавезних резерви које оптерећује све учеснике, при таквој дистрибуцији ликвидности, доводи мање учеснике у још неповољнији положај. Дакле, примена монетарног инструментаријума која је базирана само на агрегатној позицији система, без сагледавања концентрације ликвидности по учесницима, може бити узрок извесних дисторзија на тржишту.

Због тога је, за ефикасно функционисање канала каматних стопа и развој међубанкарског тржишта новца, важно да се тржиште прати и са аспекта његове сегментације, тј. доминације тржишних учесника. Пракса је показала да монетарна политика не може бити ефикасна у условима када финансијским сектором доминира неколико банака и када њихово понашање може битно померити тржишна кретања. Једна од таквих ситуација може настати у условима када је један мали број банака у позицији израженог вишка ликвидности а велики број банака у позицији израженог мањка ликвидности те мора да прихвата услове и трендове које диктира неколицина банака. То је повољан амбијент за развој уколико су трендови које велики намећу слабијима подстицајни, међутим, у одређеним случајевима, велике банке могу да покушају да искористе своју позицију тако да максимизирају профит кроз високе каматне стопе и марже, на терет осталих тржишних учесника. То касније може као бумеранг да се врати свим актерима и трансакторима, па и тим великим банкама, уколико такво понашање доведе до позиције да кључни сектори нису у могућности да уредно сервисирају своје обавезе, што ће, консеквентно, водити расту ненаплативих пласмана. Поред тога, посебан облик доминације може настати у условима фаворизовања државних банака које послују под другачијим (повољнијим) условима у односу на банке у приватном власништву, због чега, не ретко, нису потпуно подложне порменама каматних стопа нити активно управљају својом ликвидношћу. Ове банке не ретко имају имплицитне гаранције државе, или пак држава своје депозите држи код ње, што води ка тржишној дисторзији. Ниске каматне стопе које плаћају на депозите дају им простор да одобравају и кредите по нижим каматним стопама, а не ретко је реч о пласманима ка тзв. приоритетним секторима. Пласмани ка приоритетним секторима по нетржишним каматама не ретко су слабо наплативи. Са друге стране, банке у приватном власништву надмећу се за депозите по тржишним условима и одобравају пласмане ефикаснијим компанијама. Уз то, кроз овакву политику кредитирања ефикасне приватне компаније стављају се у неповољан положај. Како би се обезбедила активна контрола трошења и пословне политике банака са потпуним или делимичним државним власништвом, неопходно је да се успостави активна координација активности централне банке и Министарства финансија. Само на тај начин се може осигурати избегавање ситуације у којој њихова неефикасност и неадекватан однос према финансијским средствима могу да уруше стабилност финансијског система.

Да је доминација тржишних учесника важан сегмент коме се придаје велика пажња од стране централних банака развијених земаља, говоре и бројне анализе које се врше од стране експерата ових институција. Тако се увидом у *Lorenz-ovu* криву која приказује концентрацију активности на различитим сегментима евро-тржишта новца у 2014. години, може видети висок степен доминације неколико великих тржишних учесника на готово свим његовим сегментима. Оно што је такође уочљиво јесте да је најнижи степен концентрације карактеристичан за тржиште неосигураних позајмица (на 10 од 154 учесника панела, односи се мање од 70% закључених трансакција), док тржиштем сложенијих финансијских производа, попут укрштених девизних свопова или пак свопова каматних стопа доминира неколико учесника (на 10 од 154 учесника панела, односи се преко 90% закључених трансакција⁴⁵).

Графикон 8: Lorenz-ova крива: концентрација активности на различитим сегментима евро-тржишта новца у 2012. години



Note: The panel comprised 154 credit institutions.

Извор: ECB, Euro Money Market Survey, October 2014.

Управо су то ситуације када централне банке морају пратити понашање најактивнијих тржишних учесника, с обзиром да њихово понашање и активности могу битно да помере кључне параметре на појединим сегментима тржишта. Уколико се процени као неопходно, централна банка може да приступи и доношењу мера које ће умањити њихову доминацију - попут ограничења обима за поједине врсте трансакција или лимитирање максималних/минималних дневних промена појединих параметара. Ово су мере које централне банке нерадо доносе с обзиром да нису примерене тржишним

⁴⁵ Euro Money Market Survey, October 2014, ECB.

условима, због чега се за њима посеже у условима када се процени да је стабилност тржишта угрожена. У највећем броју случајева довољно стабилизујуће делују и „вербалне интервенције“ централне банке о предузимању неопходних мера, као и свест кључних играча да централна банка помно прати њихове активности.

3.2.3.5. Деевроизација

Кључни недостаци евроизације финансијског система који су у пракси потврђени, су следећи:

- чини економију осетљивијом на екстерне шокове;
- повећава билансне ризике у економијама у којима постоји валутна неусклађеност прихода и расхода тржишних учесника;
- повећава имплицитни (кредитни) ризик банака у условима израженије депресијације локалне валуте;
- смањује ефикасност мера монетарне политике кроз слабљење канала каматних стопа и јачање трансмисионог ефекта девизног курса;
- повећава волатилност инфлације.

Због свих наведених разлога, централна банка даје велики значај имплементирању мера које ће бити усмерене на смањење степена евроизације у финансијском систему и смањење девизног ризика. Тако је нпр. висок степен евроизације који је карактеристичан за земље у развоју имао за последицу да се политиком обавезне резерве, поред монетарних циљева, све чешће настоје постићи и циљеви финансијске стабилности. У том смислу, не ретко се прибегава валутној диференцијацији стопа обавезне резерве, тј. нижим стопама обавезне резерве на изворе средстава у локалној валути у односу на изворе средстава банака у страниј валути. Поред тога, могу се применити и диференциране стопе обавезне резерве на одређене врсте депозита попут нпр. сертификата о депозиту у локалној валути, како би се овај производ приближио тржишним учесницима. Реч је о преносивом инструменту чијом се подршком може подстаћи раст депозитне базе у локалној валути, али и развој нових инструмената тржишта новца. Ипак, оно што приликом дизајнирања обавезне резерве треба имати у виду је да неадекватна политика обавезних резерви може да доведе до појаве изнуђених финансијских иновација - тј. стварања депозитних супститута који не

подлежу издавању обавезних резерви. Уколико ти инструменти нису предмет посебне контроле, могу да доведу до појаве системских ризика.

Поред политике обавезне резерве, доринос процесу деевроизације економије централна банка може дати и тако што ће спроводити политику фаворизовања појединих врста колатерала, попут државних хартија у локалној валути. Наравно, за спровођење ове политике неопходна је висока координираност мера монетарне и фискалне политике, јер је лимитирање колатерала искључиво на хартије у локалној валути могуће само у условима када портфељ тих хартија достигне критичну масу. Поред тога, држава кроз редовне аукције хартија мора да задржи присуство на тржишту хартија у локалној валути за што ширу лепезу рочности, чак и када јој средства прикупљена кроз емисије нису неопходна за финансирање буџета. У супротном, уколико би држава смањила финансирање на домаћем тржишту хартија, читав концепт колатерала у локалној валути би могао да се сведе на хартије централне банке које су доступне само банкама.

Поред већ описаних предности, политика обавезних резерви и политика колатерала које фаворизују тржиште у локалној валути могу бити и генератор доласка реномираних међународних финансијских институција на локално тржиште (нпр. уколико централна банка укључи хартије тих институција на листу дозвољеног колатерала за операције са централном банком). Долазак реномираних међународних финансијских институција може бити од користи не само кроз јачање поверења у локалну валуту, већ и кроз продужење референтне криве приноса с обзиром да су ове институције углавном усмерене на дугорочније инвестиционе пројекте.

Више о евроизацији и могућностима деевроизације финансијских система биће речи у посебном поглављу у којем су обрађени изазови централних банака земаља у развоју.

3.2.3.6. Међубанкарски лимити и тржиште новца

Високе каматне стопе и недовољно конкурентна тржишта подстичу токове капитала из развијених земаља ка земљама у развоју, што, у коначном резултату, завршава доминацијом тзв. страних банака на тржиштима у развоју. Иако су оне махом самостална правна лица која послују у складу са домаћом регулативом, већину

инструкција за пословање добијају од својих матичних банака. Једна од карактеристика која је са ескалацијом светске финансијске кризе постајала све израженија, а повезана је са дозволама матичних банака, јесте увођење политике међубанкарских лимита, као резултат све мањег поверења међу институцијама. Сам појам лимита односи се на максималне обиме трговања које једна банка може обавити са другом банком по разним основама. Износ лимита зависи од процене централе (матице) колико је та друга страна, односно банка, ризична. У том смислу, непостојање лимита према некој банци која послује на локалном тржишту значи да филијала стране банке са њом уопште не може да закључи трансакције на новчаном тржишту. Висок лимит значи да се банка третира као мање ризична и да се са њом могу закључивати трансакције већег обима, док мањи лимити указују да централа конкретну банку види као ризичнију. Ниво лимита се утврђују за сваку банку са локалног тржишта појединачно, и најчешће се одређују за различите врсте трансакција (виши лимити за репо и девизне своп трансакције које се сматрају мање ризичним трансакцијама јер су осигуране, а нижи лимити за неосигуране трансакције).

Управо је оваква политика лимита, наметнута од стране централа, не ретко ограничавајући фактор за постојање ликвиднијег међубанкарског тржишта. Из тог разлога, централна банка, заједно са банкарском индустријом, настоји да изнађе решење за ову врсту ограничења. Једна од најчешћих опција јесу константни разговори са представницима централа, са циљем релаксиције политике лимита. Уколико њихова реакција изостане, централна банка може привремено узети улогу својеврсног интермедијатора између банака тако што се јавља као посредник за међубанкарске трансакције, које банке међусобно не би могле да закључе због наведених лимита. Тиме се практично одржава тржиште, које би без тих активности могло да замре, посебно у условима када је поверење међу тржишним трансакторима битно пољуљано.

3.2.3.7. Приливи „врућег“ капитала и стабилност тржишта новца

У иницијалној фази развоја финансијског тржишта, хартије централне банке представљају један од заступљенијих инструмената тржишта новца. То је случај са земљама у развоју, које се, не ретко, суочавају са вишим и волатилним стопама инфлације. Због инфлаторних тензија, реперне каматне стопе које централна банка

примењује у својим операцијама су углавном на знатно вишим нивоима у односу на стопе које у својим операцијама примењују централне банке развијених земаља. Уколико је реч о земљи са релативно добрим перспективама, или бар краткорочно одрживој екстерној позицији, не ретко ће спекулативни страни капитал пронаћи начин да уђе на то тржиште. Реч је о инвеститорима који улажу на кратак рок, махом купујући краткорочне инструменте централне банке или државне хартије. Иако већина централних банака у својој регулативи није предвидела могућност директног учествовања нерезидената у операцијама продаје хартија или повлачењу ликвидности кроз депозитне олакшице, они могу бити присутни на тржишту кроз индиректне канале. Краткорочност инструмената централне банке им свакако одговара, с обзиром да је реч о земљама које се често суочавају са депресијацијским притисцима.

Упоредна пракса затим показује да је интензивирање капиталних токова мотивисаних високим приносима, праћено растом пласмана нерезидената у државне хартије земаља у развоју. С обзиром да је реализација на аукцијама државних хартија до тог момента углавном била опредељена слабом тражњом од стране домаћих банака, долазак нерезидената подстиче ликвидност овог тржишта. Раст иностраних пласмана у домаће државне хартије подстиче ликвидност овог тржишта, док у наредној фази доприноси и жељеном развоју криве приноса. Присуство страних спекуланата на домаћем тржишту новца може убрзати и развој тржишта деривата. Ово из разлога што своју позицију по основу пласмана у државне хартије деноминирани у локалној валути нерезиденти настоје да хедују кроз закључивање девизних дериватних трансакција. Због свега наведеног, страни инвеститори данас представљају битан генератор развоја тржишта новца у многим земљама у транзицији. Међутим, и међу овим инвеститорима постоји велика разлика која се огледа у мотивима њиховог доласка. Док су једни дугорочније оријентисани ка локалном тржишту, постоје и краткорочни спекулативни инвеститори који “напуштају” земљу у случају појаве првих знакова нестабилности. Реч је о инвеститорима мотивисаним краткорочним профитима по основу каматних диференцијала и/или антиципираних промена девизног курса, који због свог краткорочног карактера могу изузетно брзо напустити једно тржиште уколико се за тим укаже потреба (тзв. *fire-sale*). Популаран и сада већ широко прихваћен назив за овај облик капитала је „*hot money*“, тј. врућ новац. Придев „*hot*“ потиче од чињенице да

је реч о капиталу који може јако брзо да се креће и прелази са једног на друго тржиште, због чега се и сматра потенцијалним извором финансијске нестабилности.

Како овај канал заиста функционише? Велики приливи врућег капитала који превазилазе апсорпционе моћи домаћег тржишта – значајно повећавају понуду новца у малим економијама. Уколико се они прелију у потрошњу, тј. растућу агрегатну тражњу, инфлаторна спирала се неминовно покреће. Централна банка потом активира “механизам” стерилизације вишка ликвидности, а подршку јој врло често пружа и држава. Програм стерилизације најчешће подразумева повлачења прекомерне ликвидности путем операција централне банке. У “борби” против инфлације централна банка повећава референтну каматну стопу, што додатно стимулише приливе шпекулативног краткорочног капитала. Ово даље повећава трошкове централне банке, али, још битније, нарушава ефикасно деловање монетарне политике. Због тога централна банка, у одбрану финансијске стабилности, може да укључи и политику обавезне резерве у смислу виших стопа обавезне резерве на краткорочне депозите нерезидената. На овај начин се дестимулишу краткорочни приливи капитала и умањује атрактивност оваквих токова, чиме се даје допринос смањењу волатилности на финансијском тржишту.

Више речи о ефектима прилива капитала на кретања на финансијском тржишту биће у посебном поглављу у којем су обрађени изазови централних банака земаља у развоју.

3.2.3.8. *Зајмодавац у последњој инстанци*

Једна од функција коју обезбеђује централна банка у циљу одржавања финансијске стабилности, јесте функција тзв. „последњег уточишта банака“ (*Lender Of the Last Resort*). Централна банка је махом регулатор финансијских институција (банака махом) и сходно тој својој функцији она прописује услове за ликвидност банака и поштрава услове за случај неликвидности, чиме дисциплинује банке на перманентну одбрану ликвидности и солвентности. Тиме се остварује супервизорска функција централне банке. Сходно томе, пословне банке дефинишу сопствену стратегију за управљање ликвидношћу која је тростепеног нивоа. Први степен одбране заснива се на примарним резервама ликвидности које се држе код централне банке (средства на жиро-рачунима

банака и преконоћни депозити). Други степен одбране заснива се на секундарним резервама ликвидности у облику резервних фондова или каматоносних хартија од вредности. Трећи ниво одбране обезбеђује се позајмицама на новчаном тржишту. Међутим, постоје одређени периоди када се банкарски систем налази у позицији хроничне неликвидности, када наведени системи одбране постају недовољни. Тада, уколико централна банка процени да се не ради о мањковима ликвидности насталим као резултат дејства фундаменталних фактора, већ да је реч о краткорочним дефицитима, може да активира и четврти ниво одбране тако што ће одобравати банкама краткорочне кредите за ликвидност по пенализованим каматним стопама. Ти кредити не могу да се користе за повећање кредитног потенцијала банака. Овај систем подразумева ригорозну контролу, која подразумева следеће: висока каматна стопа, обавезан колатерал и провера бонитета банке⁴⁶.

Дакле, реч је о посебном облику кредита који финансијске институције могу да затраже од централне банке, уз најчешћи услов који подразумева да су претходно искористиле све друге повољније могућности задуживања на тржишту. Ова врста подршке најчешће је праћена нижим степеном транспарентности од стране централне банке, како тржиште не би потпуно изоловало из међубанкарских токова институцију која користи кредит.

Овај тип кредита најчешће се одобрава на период до једне године, уз услов да је финансијска институција оцењена као солвентна, односно, да нема проблема са солвентношћу већ само са привременом неликвидношћу. Оно по чему се ова врста кредита разликује од осталих облика ликвидносне подршке од стране централне банке, јесте широка лепеза прихватљивог колатерала попут злата, хипотеке, девиза и потраживања, али и стандардних облика колатерала попут хартија од вредности. Кредити се уговарају на билатералној основи, између институције са привременим проблемима и централне банке, уз обавезу институције да изради и достави програм за превазилажење привремене неликвидности.

⁴⁶ Крстић, Б., 1996, „Банкарство“, Просвета, Ниш, стр 49.

Финансијске институције нерадо користе ову врсту кредита јер је реч о скупим позајмицама од централне банке које су, готово увек, подложне *Stigma* ефекту. Иако централна банка не објављује податке о именама институција које користе ове позајмице, финансијска индустрија веома често долази у посед тих информација и може обуставити пословање са корисницима оваквих кредита. Са друге стране, сама чињеница да централна банка помно прати кретања на тржишту и да ће промтно реаговати у случају било каквих тензија, делује стабилизујуће на цео систем. Уколико централна банке не би реаговала, и уколико би пустила да остале институције потпуно обуставе токове ликвидности ка банци са привременим ликвидносним проблемима, могла би да уследи ситуација изненадних одлива депозита из те банке или из укупног система (тзв. *bank run*). Проблем би могао да ескалира посебно уколико је реч о системски важној институцији, што би могло да пољуља поверење у читав банкарски систем, па би последице биле далекосежније и трајније. Због тога се ова функција централне банке сматра линијом одбране стабилности финансијског система.

3.3. ЦЕНТРАЛНА БАНКА И ТРЖИШТЕ ДРЖАВНИХ ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ

3.3.1. Основна обележја и врсте државних хартија од вредности

Тржиште државних хартија од вредности је једно од најстаријих и највећих сегмената финансијског тржишта. Држава која троши више новца него што може да прикупи, средства за финансирање буџетског дефицита обично прибавља задуживањем. Задуживање које се остварује емитовањем и продајом хартија од вредности на финансијском тржишту, сматра се тржишним делом државног дуга. На бази ових хартија од вредности изграђена су огромна тржишта државног дуга која су имала прогресиван темпо раста, обезбеђујући тако функционисање већине развијених економија. Поред финансирања буџетског дефицита, државне хартије земаља у развоју представљају и катализаторе развоја финансијског тржишта у целини.

Основна обележја државних хартија која су им обезбедила и специфичну улогу на развијеним тржиштима, али и тржиштима у развоју, могу се сублимирати кроз следеће:

- **Нижи кредитни ризик.** Од свих финансијских инструмената државне хартије се по правилу сматрају најнеризичнијим инструментима, јер се кредитна

способност емитента, односно државе, углавном не доводи у питање. Држава располаже читавим арсеналом мера и инструмената којима може да гарантује извршење својих обавеза попут нпр. повећања пореза или смањења буџетских расхода. Пошто имају релативно висок кредитни рејтинг, државне хартије се често сматрају неризичним (*risk free*) инструментима. Као такве, користе се као репер (*benchmark*) за процену ризика других хартија од вредности. Последња финансијска криза пак, указала је да ни државне хартије нису остале поштеђене смањења рејтинга, у појединим случајевима и драстичног, услед растућег кредитног ризика повезаног са високим фискалним дефицитима њихових емитената и одрживошћу јавних финансија.

- **Релативно висока ликвидност.** Обими и редовност емисија ових хартија чини их атрактивнијим за инвестирање у односу на хартије неких других емитената. Државне хартије од вредности најчешће имају и најбоље развијену тржишну инфраструктуру, што за резултат има релативно једноставне процедуре секундарне трговине и ниске оперативне трошкове повезане са трансакцијама овим хартијама. Не ретко, оне се користе и као колатерал за различите врсте операција као што су уговори о залози или реоткупу, а налазе се и у основи других финансијских инструмената попут различитих финансијских деривата.
- **Релативно низак котациони распон (*bid-ask spread*),** као резултат високе ликвидности ових хартија.
- **Широка лепеза рочности.** Државне хартије су дизајниране тако да задовоље апетите већег круга инвеститора, због чега се њихове рочности крећу од свега неколико месеци до инвестиционог хоризонта од неколико десетина година. Краће рочности својствене су иницијалној фази развоја финансијског тржишта.
- **Транспарентност цена.** Државне хартије представљају начин финансирања државе који генерише корисне информације осталим учесницима на финансијском тржишту. Услед високог степена ликвидности и широког круга трговаца државним хартијама, утврђивање њихових цена је брзо и транспарентно, што стопе приноса на ове хартије чини јавно доступним свим заинтересованим учесницима на тржишту.

- **Могућност леверица.** Државне хартије од вредности представљају колатерал који учесници на финансијским тржиштима радо прихватају за различите врсте позајмица. Због њиховог релативно доброг кредитног рејтинга и високе ликвидности, позајмице које се могу добити њиховим залагањем достижу висок % од номиналне вредности државних хартија.
- **Повољан порески третман.** Не ретко, државне хартије имају повољнији порески третман од осталих инструмената финансијског тржишта.

Захваљујући оваквим карактеристикама тржишни учесници радо прихватају државне хартије као инструмент за инвестирање и као адекватан инструмент за обезбеђење својих трансакција (колатерал), док их централне банке најчешће користе као инструмент преко кога је могуће регулисати ликвидност финансијског система. Држава их користи као средство за тржишно финансирање буџета.

3.3.1.1. Врсте државних хартија од вредности

У зависности од циља који жели да постигне њиховом емисијом и продајом, држава може емитовати различите врсте хартије од вредности. Временом су се издвојили и одређени критеријуми за њихову класификацију.

Полазећи од критеријума **рочности**, хартије се деле на:

- (1) краткорочне - са роком доспећа до годину дана (тзв. записи) и
- (2) дугорочне - са роком доспећа преко годину дана (тзв. ноте или обвезнице, у зависности од иницијалне рочности).

У зависности од **начина остваривања права на камату**:

- (1) хартије без купона, најчешће краткорочне, дисконтне хартије и
- (2) хартије са купонима, тј. купонске (углавном дугорочне хартије).

Према **приносу** који остварује њихов ималац, разликују се:

- (1) хартије са варијабилним приносом (углавном индексирани) и

(2) хартије са фиксним приносом.

Према **могућности превременог откупа** државне хартије могу бити:

(1) опозиве, које емитент може да искупи пре рока доспећа. Оне носе тзв. *call* клаузулу која утиче и на њихову цену, о чему је више било речи у делу који обрађује утицај специјалних клаузула на цену финансијских инструмената. Држава ће превремено искупити сопствене хартије ако каматне стопе на тржишту бележе тренд пада, а потом ће емитовати нове хартије по нижим каматним стопама и тиме ће снизити трошкове финансирања.

(2) неопозиве.

Према **могућности превременог искупа** државне хартије могу бити:

(1) искупиве, тј. хартије које дају право њиховом власнику да их, у унапред утврђеном периоду, може поднети емитенту на наплату и пре него што доспеју (носе тзв. *putt* клаузулу). Инвеститори ће ово учинити када каматне стопе на тржишту расту, па им се исплати да реинвестирају средства по вишим каматама. Пошто су ове хартије погодније за инвеститоре, продају се по вишој цени (нижој камати) од неискупивих хартија од вредности.

(2) неискупиве.

Током историје развоја тржишта државних хартија највећа тржишта креирана су за:

- трезорске записе,
- класичне ноте и обвезнице,
- обвезнице са флукутирајућом каматном стопом,
- индексирани хартије.

У почетним фазама развоја финансијског тржишта, када инвеститори не желе да везују средства на дуги рок, углавном се емитују државни записи. Примарна продаја хартија врши се по дисконтној цени, а плаћање камате и главнице је на дан доспећа хартије. Државни записи су веома популарни код инвеститора због своје једноставности, ликвидности на секундарном тржишту и релативно ниског кредитног ризика.

Класичне државне ноте и обвезнице су хартије од вредности које имају рок доспећа дужи од годину дана. Емитују се по номиналној вредности и обично представљају каматоносне хартије, тј. њиховим имаоцима дају право на периодичну наплату камате током „живота“ хартије, и то у унапред дефинисаним интервалима (квартално, полугодишње, годишње).

Карактеристика купонских хартија је да се исте најчешће емитују са флукутирајућом каматном стопом, тј. имају купоне везане за неку краткорочну референтну каматну стопу (најчешће референтну каматну стопу централне банке) уз примену одређене фиксне маргине чија се висина одређује у зависности од актуелних тржишних услова. На тај начин се обезбеђује да инвеститор који везује своја средства на дужи период, током „живота“ хартије добија камату која одговара текућој стопи приноса.

Коначно, све више држава емитује индексирани државне обвезнице, односно хартије од вредности чије се кретање главнице прилагођава кретању изабраног реперног индекса. Најчешћи избор је индекс потрошачких цена (CPI – *consumer price index*). Индексирани обвезнице пружају својеврсне користи и инвеститорима и држави. Инвеститорима се нуди инструмент који ће им редуковати, ако не и елиминисати ризик инфлације тиме што им се нуди реална стопа приноса која ће их заштитити од могућности да неочекивано повећање инфлације еродира њихову инвестицију. Одговорној држави, која има намеру да снизи будућу стопу инфлације, индексирани обвезнице омогућају вишеструке користи:

- у условима пада инфлације, трошкови задуживања државе на тржишту биће нижи у случају инфлаторно индексираних хартија у поређењу са трошковима емисије класичних обвезница. Обрнуто важи у случају раста стопе инфлације;
- пошто емисија индексираних обвезница може да представља својеврстан сигнал инвеститорима да ће у будућности бити спровођена рестриктивнија монетарна и фискална политика, инфлациона очекивања би могла да спласну и тржиште би могло да реагује снижавањем инфлационе премије која се тражи приликом примарне продаје класичних обвезница. Другим речима, то би могло да резултира снижавањем трошкова финансирања државе, уколико је економска политика кредибилна;

- у земљама са високим стопама инфлације, где је државни дуг углавном сконцентрисан на краткорочан сегмент и мора да се рефинансира новим емисијама државних записа, једино увођење индексираних обвезница може омогућити држави задуживање на дуже рокове.

Све наведено указује да различите врсте државних хартија од вредности, односно њихове различите карактеристике, омогућавају инвеститорима шири избор инвестиционих алтернатива. Куповином дисконтних хартија са фиксним приносом, инвеститори могу креирати управо онакав *cash flow* који ће одговарати структури њихових обавеза, и тиме могу минимизирати ризик ликвидности. Са друге стране, куповином обвезница са променљивом каматном стопом инвеститори могу остваривати приносе који одговарају текућим каматним стопама на тржишту, и тиме могу минимизирати ризик каматне стопе. Интересантне са аспекта управљања ликвидношћу јесу и *strips*, тј. одрезане државне обвезнице, које, као бескупонске трезорске обвезнице настале раздвајањем будућег *cash flow*-а купона и главнице, омогућују инвеститорима да их купују одвојено. Тако они могу да купе портфел хартија који ће одговарати структури њихових обавеза. Уколико желе да сачувају реалну вредност своје инвестиције, инвеститори могу да купе инфлаторно индексиране обвезнице, итд. Другим речима, атрактивност државних хартија гарантују њихове карактеристике, најчешће структурисане према потребама одређених тржишних сегмената.

3.3.2. Функције тржишта државних хартија од вредности

У овом делу нагласак ће бити на функцијама тржишта државних хартија од вредности са становишта различитих тржишних учесника и трендовима њиховог развоја како у развијеним земљама, тако и у земљама у развоју.

С обзиром да на финансијским тржиштима данас егзистира велики број различитих државних хартија, јасно је да постоји и велики број функција које оне врше - од основне до споредних. **Основна функција**, тј. основни разлог емитовања државних хартија од вредности је финансирање буџетског дефицита. Поред те функције, ове

хартије ефикасно обављају и улогу инструмента управљања ликвидношћу, инструмента монетарне регулације, као и својеврсног катализатора тржишних токова.

3.3.2.1. Финансирање буџетског дефицита

Један од начина за финансирање буџетског дефицита је и повећање пореза, али је то инструмент који фискалне власти нерадо користе. Поред тога што је то политички непопуларна мера, она може негативно да утиче на економски раст, па није препоручљива у условима ниских производних капацитета и привредне рецесије. Поред тога, ефекти повећања пореза на финансирање буџетског дефицита се после одређене границе исцрпљују јер га није могуће неограничено повећавати. Емисија новца као метод финансирања буџетског дефицита је одавно напуштена, јер доводи до инфлације и огромних губитака реалног сектора. Финансирање државе од стране централне банке (монетарно финансирање) се све чешће законом забрањује, тј. централним банкама није дозвољено да одобравају директне кредите држави, нити да купују њене хартије на примарном тржишту. Ово јер је овакав механизам финансирања државе не ретко инфлаторан, што је у супротности са циљем централне банке.

Услед наведених разлога, тржишно финансирање буџетског дефицита кроз емисију државних хартија од вредности, данас се издвојило као најприхватљивији концепт. Задуживање на овај начин углавном се успоставља на континуираној основи, коришћењем нових емисија хартија од вредности за отплаћивање старих зајмова. Иако држава може да има и високе трошкове приликом емисија државних хартија по тржишним каматним стопама, многе земље су процениле да су користи од оваког задуживања знатно веће. У циљу смањења трошкова финансирања, држава може да предузима следеће активности:

- идентификовање кључних рочности хартија. Кључни инвеститори махом имају изграђене преференције у погледу рочности и спремни су да плате и извесну премију да би до њих дошли. Уколико држава успе да идентификује те тржишне сегменте, моћи ће обвезнице са тим роковима доспећа да емитује уз ниже трошкове;
- продужење просечне рочности дуга емисијом дугорочнијих обвезница. Овакој политици се приступа уколико држава настоји да смањи фреквенцију

рефинансирања, под условом да се у наредном периоду не очекује битнији пад каматних стопа. Уколико држава очекује да ће тржишне каматне стопе у наредном периоду пасти испод текућег нивоа, може да прибегне стратегији емисије краткорочнијих хартија, да би се рефинансирала јефтиније у будућности;

- смањење ризико премије земље. Инвеститори ће захтевати већу ризико премију у случају да постоји могућност раста инфлације и појаве макроекономских нестабилности. Са аспекта инвеститора, растућа али и волатилна инфлација представља својеврстан инфлациони порез. Ако се држава не бори против овакве врсте смањења реалне вредности дуга, подстаћи ће инфлациона очекивања и ризико премију при сваком новом задуживању, које ће бити све скупље. Због тога инфлациона премија може да се смањи само доследним понашањем државе у току дужег временског периода, које би ојачало кредибилитет државе и минимизирало негативна очекивања у вези тржишних кретања. С обзиром да је много теже оборити инфлациона очекивања него их подстаћи, централна банка и држава треба да предузму све активности из њихове надлежности како би се инфлациона очекивања усидрила, и како би се постигла и одржала макроекономска стабилност.

3.3.2.2. Инструмент управљања ликвидношћу

Поред тога што омогућавају држави тржишно финансирање буџетског дефицита, државне хартије омогућавају тржишним учесницима и ефикасно управљање ликвидношћу. Обрасци инвестирања на тржишту државних хартија од вредности зависе од афинитета тржишних учесника. Лепезу учесника на тржишту државних хартија (примарном и секундарном) најчешће чине:

- индивидуални инвеститори,
- предузећа (корпоративни сектор),
- финансијски посредници,
- институционални инвеститори,
- страни инвеститори,
- централна банка.

Индивидуални инвеститори, по правилу, не располажу са довољно средстава да би могли да купе довољну количину хартија од вредности која ће им гарантовати

диверсификован портфељ, односно дисперзован ризик инвестиције. Док на развијеним тржиштима они могу своја средства да уложе у нпр. узајамне фондове новчаног тржишта, у земљама у развоју не постоји таква могућност. Зато за просечног инвеститора (са аверзијом према ризику и непоседовањем свих релевантних информација) државне хартије представљају идеалан инструмент за инвестирање. Индивидуални инвеститори обично имају у виду средњорочни временски хоризонт приликом инвестирања, јер средства пласирају у циљу личне штедње. Инвеститорима оријентисаним на дужи временски хоризонт интересантна је и инфлаторна индексација државних хартија, јер им омогућава извеснији реалан принос. Индивидуални инвеститори нису посебно заинтересовани за секундарну трговину државним хартијама, па држава може да креира и посебне неутрживе хартије специјално намењене овој групи инвеститора. Овако дизајниране хартије у земљама у развоју могу да имају и социјалну функцију, ако не постоје поузданије алтернативе за штедњу. Штавише, ако је ниво потенцијалне штедње овог сектора висок, овако дизајниране хартије се могу показати као важан и релативно јефтин начин државног финансирања.

И предузећа могу да инвестирају у државне хартије, уместо да полажу депозите у банке, у циљу штедње средстава за будуће финансирање залиха. Ово посебно код предузећа која имају цикличан *cash flow*, па могу да инвестирају знатне износе средстава на кратак период, што обично чине куповином неризичних трезорских хартија. Пошто купују углавном краткорочније хартије, ни предузећа нису нарочито заинтересована за секундарну трговину овим хартијама. Посредна корист коју предузећа могу имати од развијене секундарне трговине је крива приноса државних хартија од вредности - принос на државне хартије им служи као критеријум за оцену исплативости инвестиционих пројеката.

Иако их виде као конкуренцију финансијској интермедијацији, банке инвестирају у државне хартије углавном за потребе активног управљања активом и пасивом (*ALM management*). Ово јер пласмани у државне хартије од вредности најчешће имају „привилеговани“ третман са аспекта регулаторних захтева централне банке за потребе одржавања минималног рација ликвидности, али и чињенице да оне могу бити валидан колатерал у операцијама са централном банком. Банке су врло заинтересоване за успостављање и развој ликвидног секундарног тржишта државних хартија од

вредности, као и за развој и имплементацију брзих и ефикасних процедура клиринга и салдирања, како би, уколико затреба, могле релативно брзо да дођу до готовине по нижим оперативним трошковима.

С обзиром на своју активност у мобилисању штедње, као и начине њеног пласирања, институционални инвеститори се могу сврстати у следеће четири групе: (1) институције за уговорну штедњу (осигуравајуће компаније и пензиони фондови); (2) инвестиционе финансијске институције (инвестиционе компаније и старатељски фондови); (3) поверенички (заједнички) фондови; (4) инвестициона друштва⁴⁷.

Институционални инвеститори са великом капиталном базом, попут пензионих фондова или осигуравајућих компанија, имају дужи временски хоризонт инвестирања који одговара рочној структури њихових обавеза. Због тога су они више оријентисани на средњорочни принос него за краткорочну сигурност капитала. Њима су нпр. интересантне обвезнице које имају фиксан *cash flow* јер делимично компензују флукутирајући *cash flow* који се очекује од инвестиција у акције. Пензионим фондовима који имају будуће обавезе које су индексирани инфлацијом или стопама раста зарада нарочито су интересантне индексирани обвезнице. Као и банке, институционални инвеститори су такође заинтересовани за ликвидност секундарног тржишта државних хартија и брзе процедуре клиринга и салдирања.

Страним инвеститорима државне хартије од вредности других земаља могу бити интересантне уколико носе виши принос у односу на принос у њиховим домицилним земљама, наравно, уз прихватљив ризик. Они се обично концентришу на државне хартије које се емитују у локалној валути тих земаља јер покушавају да остваре арбитражни добитак на разликама у стопама приноса на државне хартије од вредности између две земље (тзв. каматна арбитража). Поред арбитражних послова, страни инвеститори могу бити заинтересовани и за краткорочне хартије од вредности деноминоване у домаћој валути уколико, од послова у некој земљи, очекују одређени новчани прилив који је деноминован у националној валути те земље. Генерално, страним инвеститорима је посебно важно да постоји ликвидно секундарно тржиште са ефикасним процедурама клиринга и салдирања хартија од вредности.

⁴⁷ Крстић, Б., 1996, „Банкарство“, Просвета, Ниш, стр 84.

Коначно, централној банци су државне хартије од вредности интересантне, пре свега са становишта управљања ликвидношћу и каматним стопама на домаћем финансијском тржишту, али и са становишта развоја целокупног финансијског система земље. Оне трајно купују или продају краткорочне државне записе на секундарном тржишту, или пак спроводе репо операције овим хартијама, утичући тиме на структуру ликвидности тржишних учесника, а истовремено чинећи државне хартије атрактивнијим. Само координиране активности државе и централне банке на секундарном тржишту државних хартија могу да резултирају истовременим постизањем и одржавањем ефикасног управљања јавним дугом и стабилношћу финансијског тржишта.

3.3.2.3. Колатерал за репо трансакције

Уговори о реоткупу, односно репо трансакције, представљају често коришћен начин финансирања тржишних учесника, посебно када на тржишту постоји привремена неусклађеност прилива и одлива средстава појединих учесника. Тада уговорна страна којој привремено недостаје ликвидност (репо продавац) продаје државне хартије, уз обавезу да их на дан доспећа репо трансакције откупи од њиховог купца по уговореној реоткупној цени.

Коришћење репо трансакција је широко распрострањена пракса на новчаном тржишту као алтернатива колатерализованом позајмљивању, пошто покрива исту економску функцију, а нуди већу флексибилност и сигурност. Основна економска функција репо трансакција се односи на кредитирање тржишних учесника, при чему се репо уговори посматрају као хибридне трансакције - комбинација колатерализованог зајма и директне купопродаје хартија. Употреба маргина и *hair-cut*-а приликом вредновања хартија, право купца да замени предмет репо уговора и пренос власништва у случају неизвршења обавеза из репо уговора чине га флексибилном и сигурном трансакцијом.

Предмет репо уговора су обично првокласне хартије од вредности - благајнички записи централне банке или државне хартије од вредности. Уколико репо проистиче из потребе инвеститора да пласира своја средства тада поједини елементи репо уговора (нпр. неке карактеристике хартије) не играју битну улогу, пошто је за купца значајно да

је колатерал утржив и да је емитент хартије кредитно способан. Такав репо уговор се сматра генералним уговором (*General Repurchase Agreement*). То је разлог зашто су државне хартије од вредности најчешће коришћене хартије као осигурање. Али, репо уговор може настати и из потребе да се нека специфична хартија од вредности позајми уколико купац има „кратку“ позицију у тој хартији, а важно му је да има баш ту конкретну хартију па улази у привремену трансакцију. Такав репо уговор се зове специјалан, као супротан генералном колатералу.

Репо уговори се обично склапају са кратким роковима доспећа - преко ноћи (*over night*) или на неколико дана, и као такви су погодни и за трансакције на новчаном тржишту. Због њихове флексибилности, централне банке се често опредељују за спровођење репо операција државним хартијама д вредности. Оне (централне банке) тада наступају као: репо продавци хартија - када желе да на одређено време повуку ликвидност са тржишта; односно као репо купци (обрнути репо) хартија од банака - када желе привремено да повећају ликвидност тржишта. Дугорочнији репо уговори имају стандардне рочности од једне до три недеље, или једног до шест месеци. Репо уговори могу се склапати и на континуираној основи када личе на серију преконоћних репо уговора који се обнављају сваког дана, сходно актуелним условима на тржишту. Ова могућност коју пружају репо уговори сматра се корисном са аспекта снижавања оперативних трошкова који би уследили уколико би се трансакције изнова закључивале. Такође, ова могућност се сматра доприносом и по стабилност тржишта новца, посебно у условима када једна страна тренутно нема довољно ликвидности за измиривање обавеза, а у наредних неколико дана очекује прилив средстава. Континуирани репо уговори могу се окончати на захтев било које стране.

Зајмодавац, односно репо купац хартије, има право на камату по основу финансијских средстава која је позајмио супротној уговорној страни, што се у репо уговору може постићи утврђивањем реоткупне цене изнад иницијалне куповне цене. Оно што је карактеристично код ових трансакција јесте да зарада репо купца може бити само унапред договорена репо камата. Другим речима, уколико се деси да нпр. хартији од вредности која је предмет репо уговора купон доспе на наплату за време трајања репо уговора, камата на инструмент се мора трансферисати репо продавцу, тј. зајмопримцу. О каматној стопи у репо трансакцији уговорне стране се договарају независно од

купонске стопе или стопа приноса на хартије од вредности које су предмет репо уговора. Фактори који утичу на њену висину су:

- услови на новчаном тржишту - каматне стопе на инвестиције исте рочности,
- расположивост предмета репо уговора.

Ипак, не треба занемарити чињеницу да чак и репо уговори, посебно они дугорочнији, садрже и каматни и кредитни ризик, који се узимају у обзир када се преговара о репо цени. Вредновање хартија од вредности које су предмет репо уговора обично се врши према њиховој актуелној тржишној цени која може битно да варира у току дана, због чега купац и продавац хартије унапред договарају *hair-cut* који се примењује на номиналну вредност хартије која је предмет трансакције. То значи да репо продавац хартије не добија средства у номиналној вредности хартија које су предмет трансакције, већ у умањеној вредности тих хартија. Висина умањења (*haircut-a*) зависиће од тога колико је сигурна страна која треба да врати новац, али ће бити опредељена и сигурношћу емитента хартије који исплаћује хартије о року њиховог доспећа. Управо полазећи од сигурности емитента, државне хартије, иако нису потпуно неризичне, представљају једну од најпогоднијих „подлога“ за ову врсту осигураних трансакција. Цене које се том приликом остварују служе као релевантан параметар за монетарну политику у циљу сагледавања очекивања тржишних учесника. Са друге стране, висина *hair-cut-a* који централна банка користи у својим репо операцијама за различите врсте колатерала, може да има функцију важног импута за међубанкарске трансакције на тржишту новца.

Важна са аспекта вредновања колатерала је чињеница да хартије од вредности свакодневно могу да мењају вредност по неколико пута, при чему одступања између дневних цена могу прелазити 20%. То се одражава и на њихову вредност у функцији предмета репо уговора. Због таквих ситуација у репо уговорима се уводи и тзв. *margin-call*. Реч је о уговореном праву једне уговорне стране да од друге стране тражи усклађивање односа "хартије од вредности - новац" у случајевима када дође до промене вредности хартија изван одређеног, унапред договореног оквира, било да је реч о смањењу или повећању њихове вредности. То значи да репо продавац може од репо купца тражити да му се врати део хартија или надомести разлика у новцу у случају када је тржишна вредност предметне хартије битније повећана, односно да

репо купац може да тражи додатне хартије или новац у случају када је тржишна вредност хартије битније смањена. У случају државних хартија од вредности, могућност *margin-call*-а је ређа, будући да су њихове цене мање подложне великим променама тржишних вредности. Оно што је важно, посебно када је реч о великим трансакцијама, јесте уговарање релативно високих маргина, јер уколико иста није довољно висока, а настану краткорочне турбуленције на тржишту, могло би да се догоди да уговорне стране непрестано позивају једна другу тражећи од оне супротне старне усклађивање позиција. Ово би непотребно отежало одвијање таквих послова. Поступање централне банке у својим репо операцијама, у смислу маргина, може имати улогу својеврсног водича за међубанкарска поступања.

3.3.3. Државне хартије од вредности на тржишту новца

Тржиште новца представља сегмент финансијског тржишта на којем се тргује инструментима чији је рок доспећа краћи од једне године, и као такав, он представља сегмент који се први развија. Већина импулса за развој финансијског тржишта долази управо са овог дела тржишта, због чега он има опредељујући утицај на каматне стопе и цене инструмената на осталим, дугорочнијим сегментима тржишта. Државне хартије од вредности које се јављају у директним купопродајним трансакцијама на новчаном тржишту су државни записи (*Treasury bills*), тј. хартије чија је рочност краћа од годину дана. Поред директне купопродаје краткорочних хартија, предмет трансакција на тржишту новца могу бити и изведени финансијски инструменти, тзв. деривати који у својој основи имају дугорочне државне хартије од вредности.

У почетној фази развоја финансијског тржишта, тржиште државних хартија од вредности махом је сконцентрисано на краће рочности. Са развојем тржишта фокус интересовања инвеститора се помера ка дужим роковима. Ипак, касније, и када није неопходно да се иде са емисијом хартија краћих рочности у циљу финансирања буџетског дефицита, оне настављају да се продају, наравно, у смањеним износима, како би се одржало тржиште тих хартија. То је битно јер се на тај начин тржишту обезбеђује својеврсни „*benchmark*“ за каматне стопе на остале финансијске инструменте истих или сличних рочности. Поред тога, оваква политика ће омогућити држави да, у случају битнијих турбуленција на тржишту, када се преференције инвеститора окрену

ка краћим роковима, она може лако да повећа обиме емисија тих рочности. Ипак, са аспекта управљања јавним дугом, одржавање ликвидности појединих сегмената тржишта је корисно само уколико, дугорочно посматрано, доприноси смањењу трошка задуживања државе. Другим речима – одржавање тржишта одређене рочности не сме постати циљ сам по себи. Ипак, пракса је показала да поједине државе, чак и када буџетске потребе то не захтевају, настављају да одржавају одређени сток државних хартија, или чак да га повећавају, кроз њихове континуиране емисије. Разлог томе, у појединим случајевима, јесу очекивања да ће у будућности поново требати јако тржиште дуга, или једноставно веровање да оно може користити укупном развоју финансијског система. Поред тога, тржишта дуга у појединим земљама су сконцентрисана на одређене карактеристичне рочности за које су инвеститори показали највеће преференције, без интенција да се држава нађе на свим сегментима криве приноса. Ту чак може доћи до појаве одређеног зачараног круга: ако су инвеститори заинтересовани да заузимају позиције на оним сегментима тржишта на којима очекују да ће ликвидност остати на високом нивоу, овакво њихово опредељење ће само по себи допринети његовој већој ликвидности. Оно што је позитивно јесто што већа ликвидност обично долази са мањом волатилношћу цена и нижим *bid-offer spread*-ом. Ипак, не треба очекивати да се оваквом политиком могу отклонити волатилности каматних стопа узроковане неким другим факторима, попут нпр. волатилности узроковане инфлацијом или кретањем девизног курса.

Посматрано по земљама, америчко тржиште државних записа (*T-bills*) је најликвиднији и највећи сегмент америчког тржишта новца. Разлог томе су карактеристике њихових краткорочних државних папира - низак кредитни ризик, повољна деноминација и стимулативне пореске олакшице. Секундарна трговина државним хартијама је углавном мотивисана:

- операцијама на отвореном тржишту централне банке,
- прилагођавањем портфолија тржишних учесника и
- изненадним ликвидносним потребама инвеститора.

Окосницу секундарног ОТС (ванберзанског) тржишта у САД представља група дилера хартијама од вредности, које је амерички *Fed* именовao за примарне дилере ових хартија. Од њих се очекује да активно учествују на аукцијама *Fed*-а и да обезбеђују

централној банци тржишне информације са овог сегмента који је изузетно важан за ефикасну трансмисију мера монетарне политике. Земље које немају систем примарних дилера, секундарну трговину државним записима могу обављати преко берзе или на ОТС тржишту (преко електронске платформе или мимо ње - у међусобном контакту учесника), при чему се промена власништва обавезно пријављује институцији која води електронску евиденцију власника - централном регистру хартија од вредности.

3.3.3.1. Важност информација о аукцијама по развој тржишта новца

У циљу обезбеђења веће транспарентности аукција државних хартија и операција централне банке, уобичајена пракса је да се утврди фиксан дан у недељи за спровођење аукција, остављајући тако простор за секундарну трговину овим хартијама у другим данима који нису обухваћени аукцијама. Поред тога, пракса показује да период између најаве аукције и датума одржавања аукције треба да буде довољно дуг тако да остави потребно време да се инвеститори обавесте о програму задуживања владе, тј. о својим инвестиционим могућностима. За саме инвеститоре је важно да располажу бар оквирним планом аукција најмање за наредних шест месеци до годину дана. Дугорочнији планови углавном садрже само опште информације о годишњем или кварталном задуживању, у смислу датума и рочности аукција, док се детаљније информације о аукцијама (обими, цена, итд.) обично објављују месечном фреквенцијом. Ипак, за инвеститоре на тржишту новца и то је довољно.

Како би се избегао „*crowding-out*“ ефекат, тј. ефекат истискивања државе са појединих сегмената тржишта, држава и централна банка треба да се договарају о календару и обимима својих аукција. Ово је посебно битно на малим и тржиштима у развоју, где је инвестициони потенцијал још увек ограничен, информисаност учесника на тржишту није висока, а централна банка кроз своје аукције повлачи ликвидност са тржишта. То ће, бар делимично, обезбедити да државне хартије и хартије централне банке не буду конкуренција једне другима, што ће даље да омогући редовност операција централне банке и аукција трезорских хартија. У том смислу, неопходно је да се успоставе календари аукција које не би биле ни превише честе ни превише ретке, што ће зависити од степена развоја финансијског тржишта али и глобалних токова ликвидности. Сувише честе аукције могу да резултирају малим обимима реализације,

нејасним ценовним сигналинама, па чак и мањом ликвидношћу на секундарном тржишту. Са друге стране, сувише ретке аукције могу да доведу до преоријентације инвеститора на друга, ликвиднија тржишта.

Такође, време између рока за достављање понуда и објављивања резултата аукције треба да буде што краће да би се редуковала несигурност тржишним учесницима (да би им се што пре омогућило пласирање средстава у друге инвестиционе алтернативе ако им понуде нису прихваћене). Након аукције треба да се објави што је више могуће агрегираних информација, али не и информације које би могле да открију идентитет учесника. Подаци од специјалног интереса за тржиште су укупан износ достављених понуда, алоцирани износ, пондерисана и гранична цена. Како се тржиште развија, објављивање ових детаља треба да залази у све транспарентније зоне, што ће за узврат унапредити поверење у тржиште.

3.3.4. Монетарне операције: државне vs хартије централне банке?

У почетној фази развоја финансијског тржишта хартије од вредности централне банке и државне хартије од вредности могу бити једини утрживи инструменти на финансијском тржишту. Тржиште акција је углавном плитко а обими трговања ограничени, док тржиште корпоративних хартија од вредности не постоји. У таквим условима тржишни учесници имају интерес за инвестирање у иностранство, док би домаћи финансијски систем имао користи од развоја тржишта инструмената у локалној валути, са салдирањем у домаћем клириншком систему.

Први корак на путу развоја локалног тржишта најчешће је развој тржишта државних хартија од вредности. Развој управо тог тржишног сегмента обезбеђује монетарним властима адекватан арсенал за унапређење индиректних инструмената монетарног управљања кроз: операције на примарном тржишту хартија од вредности и операције на отвореном тржишту хартија од вредности.

Операције на примарном тржишту базирају се на примарној емисији одређених хартија у циљу регулисања тржишне ликвидности. У ту сврху централне банке могу да користе сопствене хартије или државне хартије од вредности. У условима недовољно дубоког и

разуђеног (широког) финансијског тржишта, монетарне власти настоје да апсорбују наслеђене вишкове ликвидности тако што, уз стандардну количину државних хартија коју централна банка продаје за рачун државе, продају и одређену количину државних хартија намењених у монетарне сврхе. Операције на примарном тржишту користе се кратко, док тржиште државних хартија од вредности не постигне одређену дубину и ликвидност. Тада се прелази на традиционалније и заступљеније операције на отвореном (секундарном) тржишту, које подразумевају да централна банка хартије не купују директно од државе већ од учесника у монетарним операцијама. Тако купљене хартије се могу касније продавати на секундарном тржишту.

Коришћење примарне продаје државних хартија у монетарним и фискалним операцијама значи да ће монетарне и фискалне власти оперисати на истом тржишту и са истим инструментима, а у циљу спровођења политика монетарног и управљања јавним дугом. То може довести до конфликта циљева ових политика, у условима када се нпр. планови централне банке и министарства финансија о количини и карактеристикама примарне емисије државних хартија битније разликују. Овакве околности могу генерисати и проблеме по независност монетарне политике централне банке. Зато је, у циљу очувања кредибилитета монетарне политике, неопходно да се јасно разграниче одговорности између фискалног и монетарног ауторитета. Паралелно са тим, неопходно је да се успостави висок степен координације између централне банке и министарства финансија у смислу тајминга и мера које се предузимају.

Уколико се координација између монетарне и фискалне политике покаже компликованом, централна банка може да се одлучи да на тржишну ликвидност утиче продајом сопствених хартија. Дакле, на спровођење монетарних операција емисијом хартија у домаћој валути централна банка се одлучује само уколико тржиште карактерише позиција вишка ликвидности, а на тржишту не постоје друге хартије које се лако могу продати, или их нема довољно. То значи да по том основу централна банка има трошак у виду камате које плаћа купцима хартија, те да циљ централне банке у овим операцијама свакако није максимизација профита. Циљ централне банке јесте стерилизација вишка ликвидности са тржишта како би се спречило да раст агрегатне тражње подстакне инфлацију. Међутим, истовремено присуство хартија од вредности централне банке и државних хартија од вредности значи потенцијалну

сегментацију тржишта, нарочито када је финансијско тржиште плитко, што намеће координационе проблеме у погледу циљева и техничког дизајна ова два инструмента.

Следствено, адекватан развој тржишта захтева детаљну анализу тржишних услова. Генерално, постоје три различите комбинације употребе државних хартија од вредности и хартија од вредности централне банке. **Први** облик користи примарно тржиште државних хартија од вредности и за потребе монетарног менаџмента и управљања јавним дугом, што је случај само у условима недовољно развијеног домаћег тржишта. **Други** облик подразумева коришћење примарног тржишта и за дугово и за монетарно управљање, али са различитим хартијама. Благајнички записи централне банке се обично користе за монетарно управљање, док се државне хартије користе за потребе управљања дугом. Дакле, операције се спроводе на истом тржишту (примарном) са различитим инструментима. **Трећи** облик подразумева коришћење примарног тржишта државних хартија за потребе управљања дугом, док се централна банка појављује на секундарном тржишту кроз операције на отвореном тржишту са већ издатим државним хартијама. Другим речима, операције се спроводе на различитим тржиштима (примарном и секундарном) али уз коришћење истих инструмената (државних хартија), што представља доминантан аранжман у развијеним земљама.

Управо изнете дилеме доводе до неопходности успостављања одређених критеријума приликом решавања дилеме – државне хартије или хартије централне банке у улози инструмента монетарног регулисања? У прилог решавања дилеме, пракса је показала да употреба државних хартија у монетарним операцијама пружа већу подршку развоју финансијских тржишта у поређењу са хартијама централне банке. Наиме, иако су и хартије централне банке и хартије државе нижег кредитног ризика, и као такве служе као репери у вредновању других, ризичнијих хартија од вредности, државне хартије од вредности имају потенцијалну предност. Ова предност лежи у потенцијалу државе да емитује велике количине хартија различитих рочности уважавајући потребе буџетског финансирања. Брзорастуће тржиште државних хартија од вредности омогућује централној банци да убрза транзицију на операције на секундарном тржишту, и тако премости недостатке који су повезани са операцијама државним хартијама од вредности на примарном тржишту. Са друге стране, истовремено коришћење примарног тржишта државних хартија за потребе монетарне политике и у функцији

управљања јавним дугом може временом да постане проблем у схеми координације ових политика. На пример, код операција на примарном тржишту, додатна количина државних хартија од вредности емитованих искључиво у циљу монетарног менаџмента (*add-ons*) повећава трошкове држави, пошто се повећава износ државног дуга на који трезор мора платити камату, па држава може искористити овај аргумент да ускрати подршку централној банци у операцијама на отвореном тржишту. Тада централна банка долази у проблем оперативног спровођења монетарне политике. Теоретски, и централна банка би могла да емитује своје папире различитих рочности, али је могућност продаје и одржавања веће количине хартија централне банке је ограничена, јер основни циљ централне банке није да прикупља средства на тржишту ради финансирања, нити да своје операције спроводи са великим бројем учесника.

Сума сумарум, однос државних хартија и хартија централне банке зависи од степена развијености њихових тржишта. Када паралелно постоје тржиште државних хартија (које имају све потребне карактеристике у циљу стимулације тржишта) и тржиште благајничких записа централне банке, при чему је тржиште записа централне банке мало по дизајну и интегрисано са целокупним новчаним тржиштем, мали је ризик фрагментације и централна банка може да има високу оперативну независност. Међутим, у случају да је тржиште државних хартија од вредности у раној фази развоја може се десити да симултана употреба хартија централне банке и државе доведе до њихове међусобне конкуренције, односно сегментације новчаног тржишта. Један од начина на који може да се избегне овај проблем је да се овим хартијама одреде исте карактеристике (каматне стопе, доспеће, круг купаца), тако да инструменти буду идентични и да се обезбеди хомогеност тржишта. Ова могућност се користи када се очекује да оба тржишта остану плитка у дужем временском периоду, јер се тако повећава њихова дубина. Ипак, успех ове стратегије зависиће у великој мери од тога како тржиште перципира ове инструменте (под условом да се каматна стопа одређује тржишно). У неким земљама ризико премија на државне хартије је већа од премије на хартије централне банке, што изазива конфузију и сегментацију тржишта. На пример, у Пољској, почетком 1990-тих држава је плаћала већу камату на своје хартије него што је била камата на хартије централне банке. Због тога су монетарне власти у Пољској престале да емитују сопствене хартије и концентрисале су се само на државне хартије, како би се пружила подршку њиховом развоју али и тржишном финансирању буџета.

Уколико пак не постоји тржиште државних хартија, а креирање инструмената са истим карактеристикама се покаже као тешко, потребно је да монетарне и фискалне власти јасно раздвоје своје инструменте. Тада је пожељно да централна банка емитује своје хартије чешће, али са краћим роковима доспећа (до месец дана, најчешће једна до две седмице) прилагођавајући обим емисије потребама ликвидности на тржишту. У исто време, трезор емитује хартије дужих рочности (три месеца и више) у стандардним обимима у зависности од стратегије управљања јавним дугом. Када секундарно тржиште државних хартија од вредности добије на дубини и ликвидности, централна банка може заменити операције сопственим хартијама, операцијама на бази хартија трезора, чиме се потпуно елиминише потреба за постојањем хартија централне банке.

Све наведено недвосмислено указује на неопходност координације у доношењу одлука о монетарној и фискалној политици, које морају бити међусобно усклађене. У супротном, тј. у одсуству активне и одрживе координације мера монетарне политике и политике управљања јавним дугом, може да се појави конфликт интереса. Конфликт интереса може да проистекне из различитих циљева – нпр. уколико је политика управљања дугом фокусирана на минимизирање трошкова емисије и сервисирања дуга а монетарна политика на постизање и одржавање стабилности цена.

Сам начи на који је уређена координација између монетарне и фискалне политике се разликује међу земљама. У великом броју развијених земаља одговорност за вођење монетарне политике и управљање јавним дугом раздвојена је на два тела. Ово је свакако случај у развијеним земљама попут САД, Француске, Немачке и Италије, где је монетарна политика у надлежности независне централне банке, а управљање дугом у надлежности трезора и/или министарства финансија. Постоје и опције, посебно у земљама у којима егзистира и задуживање у страниј валути, да се успоставља и канцеларија за управљање јавним дугом, која је најчешће „подређена“ министарству финансија. У појединим земљама, као што је дуго година егзистирало у пракси Велике Британије, трезор је одговоран и за монетарну политику и за политику управљања јавним дугом, док централна банка има улогу својеврсног саветника по оба ова питања. Без обзира на модел поделе надлежности, усклађеност између ових политика је од виталног значаја за њихову ефикасност и, у коначној инстанци, њихов успех.

3.3.5. Утицај операција централне банке на тржиште државних хартија и политику јавног дуга

Савремени финансијски токови учинили су да политика јавног дуга буде и саставни део монетарне политике. То значи да се, у условима постојања високог портфеља државних хартија, не може прихватити дискреционо управљање каматним стопама од стране централне банке, без координације са политиком јавног дуга. Огромни износи јавног дуга налазе се у различитим облицима вредносних папира, код различитих субјеката (банака, предузећа и физичких лица), па понашање власника ових хартија непосредно делује на ликвидност укупне привреде и финансијског тржишта. Њихово понашање је пак у великој мери опредељено импулсима који долазе од централне банке у погледу кретања каматних стопа, курса, инфлације и других релевантних мекроекономских варијабли. Да би се избегли ефекти претераног раста трошка задуживања државе или пак „истискивања“ државе са тржишта новца, координација мера монетарне и фискалне политике не сме изостати.

Дакле, рестриктивна монетарна политика централне банке која се спроводи кроз раст реперних каматних стопа у циљу ограничавања кредитног потенцијала пословних банака, а са коначним циљем усидиравања инфлације, доводи и до притиска у правцу повећања каматних стопа на државне хартије чинећи задуживање државе скупљим. То је у супротности са политиком јавног дуга, која, између осталог, има за циљ и постизање што ниже цене државног дуга, или бар стабилних каматних стопа. Ту већ постоји простор за потенцијалне конфликти између стабилизационе монетарне политике централне банке и политике јавног дуга. Држава у том случају може да врши притисак на централну банку да се суздржи од повећања референтне каматне стопе или пак да га ограничи. У таквом амбијенту, ствар је маневарског простора, жеље али и вичности централне банке да потребан степен рестериктивности постигне неким другим инструментима монетарне политике – излазећи у сусрет држави, али и уважавајући потребу за обезбеђењем стабилности финансијског система.

Са друге стране, уколико централна банка не би прибегла рестриктивном импулсу, трошак државе по основу инфлације и кретања девизног курса, свакако би био далекосежнији. Услед тога, централне банке могу да преферирају и да држава издаје дуг који је инфлационо индексан како би на тај начин утицала на државу да има већи

интерес за сузбијање инфлације и инфлационих очекивања. На тај начин се остварује својеврстан компромис, односно баланс који је најприхватљивији за обе стране.

Такође, држава, не ретко, има потребу да емитује своје хартије и када је тржиште у позицији мања ликвидности. То су услови у којима централна банка мора да одлучи да ли, и до ког степена, да обезбеђује тржишту додатну ликвидност кроз своје операције, како би се изашло у сусрет потребама државе, иако би то могло да угрози циљ централне банке у погледу остваривања циљева за инфлацију. Због тога се, у условима мања ликвидности у систему, може рећи да је синхронизација аукција државе и операција централне банке подједнако важна, ако не и важнија него у условима мања ликвидности у систему. Не ретко, у одсуству довољне тражње за хартијама државе, централна банка повећава обиме обезбеђења ликвидности по ниским каматним стопама, како би се иста даље усмерила у државне хартије. Управо је последња криза озваничила овакво понашање централних банака јер централне банке не могу куповати хартије директно од државе, већ се, њиховом секундарном куповином од учесника у монетарним операцијама, одржава ликвидност овог тржишта.

С обзиром да успостављање и одржавање макроекономске стабилности подразумева координацију мера монетарне и фискалне политике, све горе наведено се може сумирати кроз закључак да мере централне банке треба да буду дизајниране тако да, кад год је то могуће, подржавају тржиште државних хартија и политику јавног дуга. Од свих сегмента тржишта, највећи утицај централна банка остварује управо на тржиште државних хартија и тржиште међубанкарских трансакција, а потом се тај директан импулс преноси и на остале тржишне сегменте. И заиста, чињеница да многе централне банке прихватају државне хартије од вредности као колатерал у својим монетарним операцијама, као и да исте имају „повлашћени“ регулаторни третман приликом рачунања регулаторног рачунања ликвидности свакако је подстицајна за тржишне учеснике да их држе у свом портфељу. То може, кроз већу тражњу, да утиче на пад њихових цена. Такође, централна банка, кроз своје операције, може да допринесе и развоју секундарног тржишта државних хартија а тиме и развоју криве приноса на тржишту новца. Коначно, не ретко, централна банка има улогу и фискалног агента државе. Ова улога може бити изузетно важна у условима када држава спроводи активне дневне операције на краткорочном сегменту финансијског тржишта. Уколико

централна банка не би имала функцију фискалног агента, операције државе би могле да „помере“ тржиште у једном смеру и изазову волатилност каматних стопа.

3.3.5.1. Споразум између централне банке и министарства финансија

Као што је већ констатовано, спровођење монетарних операција има битан утицај на тржиште државних хартија. Приликом спровођења својих операција, централна банка мора да се определи не само за износе ликвидности које ће повући или обезбедити на тржишту, већ и за рокове операција (дужи или краћи рокови) и модел аукција (фиксна или варијабилна каматна стопа). Тако ће нпр. у операцијама централне банке дужих рочности, фокус монетарних власти бити на дугорочном управљању ликвидношћу а не на каматним стопама, због чега ће се она понашати као *price-taker* (аукције по варијабилној каматној стопи) а не као *price-setter* (аукције по фиксној каматној стопи). Дакле, кроз дугорочније операције централна банка може да обезбеди да ликвидност на тржишту буде адекватног нивоа не угрожавајући тиме реализацију на аукцијама државних хартија, али ни своје циљеве за инфлацију. Кроз аукције по варијабилној каматној стопи прикупљају се сигнали, тј. очекивања тржишних учесника у погледу нивоа каматних стопа у наредном периоду. Ово су веома важне информације за учеснике на тржишту новца, али и за носиоце монетарне и фискалне политике, јер им говори о очекивањима у погледу инфлације а тиме и кредибилитету централне банке. Постизање циља кроз дугорочне операције умногоме ће зависити од тога да ли је кроз своје операције централна банка стерилизовала или обезбедила адекватан обим ликвидности. Дакле, важна претпоставка за ефикасно планирање редовних емисија хартија у циљу регулисања ликвидности јесте постојање адекватне прогнозе ликвидности. У том смислу, потребно је да се има дугорочнија прогноза или пак анализа да ли ће вишак/мањак ликвидности бити заступљен и на средњи рок и да ли ће се временом мењати. То подразумева да приликом планирања емисија и доспећа хартија морају да се узму у обзир сви редовни токови ликвидности као и токови сезонског карактера. Важан елемент ових пројекција јесте кретање аутономних фактора, тј. токова ликвидности насталих као резултат активности државе. Уколико централна банка не располаже планираним приходима и расходима државе за одређени период, не може адекватно да сагледа ни услове на тржишту, па ни њене операције не могу бити довољно ефикасне када је реч о управљању каматним стопама и

ликвидношћу. Свако битније одступање у нивоу слободних средстава у систему, без обзира да ли је реч о вишку или мањку, прети да изазове волатилност каматних стопа али и својеврсни застој у трансакцијама ако неизвесност резултира суздржаношћу појединих учесника на тржишту да закључују одређене трансакције.

Због свега наведеног у пракси се, не ретко, закључују одређени формални или неформални споразуми између централне банке и министарства финансија. Поред избора инструмента, држава и централна банка треба да буду усглашене и у смислу појединих техничких карактеристика самих аукција:

- држава и централна банка треба да се договарају о износима својих операција и аукција, како се не би десило да операције централне банке буде такве да повуку сву ликвидност и да државу оставе без могућности финансирања на тржишту. Ово уколико су операције централне банке по својим карактеристикама, у смислу рочности и каматних стопа, такве да ће се инвеститори радије определити за њих. Координација постаје још важнија у условима када централна банка кроз своје операције обезбеђује ликвидност – када директно може да утиче на дугорочнију расположивост средстава која могу бити пласирана у државне хартије;

- држава и централна банка треба да се договарају и о моделима аукција у смислу аукција по варијабилној или фиксној каматној стопи. Уколико централна банка жели да ојача сигнални механизам референтне каматне стопе, она ће се извесно определити за аукције по фиксној каматној стопи. Са друге стране, уколико жели да помогне држави да се финансира по нижим каматним стопама, или уколико жели да кроз каматне стопе сагледа очекивања тржишта, централна банка ће се определити за аукције по варијабилној каматној стопи. Држава се, с друге стране, готово увек опредељује за аукције по варијабилној каматној стопи, посебно уколико на тржишту има вишка ликвидности, јер јој то омогућава ниже трошкове финансирања.

3.4. ЦЕНТРАЛНА БАНКА НА ДЕВИЗНОМ ТРЖИШТУ

Девизно тржиште постоји у готово свим економијама, у најмању руку кроз одређене кеш трансакције. У којој мери ће централна банка подржати употребу страних валута за различита плаћања, зависи од степена финансијске доларизације у систему и подршке која се жели пружити локалној валути. Дакле, централна банка може да дозволи да се одређена плаћања у земљи врше коришћењем страних валута чиме се развија платни систем који подржава и коришћење других валута, осим локалне, за плаћање. У том случају централна банка може чак и да води рачуне банака у страним валутама, што ће им омогућити брже међусобно салдирање трансакција преко рачуна у централној банци. Тиме се олакшава салдирање трансакција и управљање девизном позицијом за мање банке, које не могу лако отворити инокореспондентске рачуне у страним банкама. Али, уколико централна банка жели да стимулише деевроизацију/дедоларизацију свог система, то ће прво учинити тако што ће се сва плаћања у домаћем платном систему вршити искључиво у локалној валути. Такав је случај најчешће и са земљама у развоју у којима висока финансијска заступљеност стране валуте умањује ефикасност трансмисионих канала монетарне политике.

Такође, централна банка мора увек да буде спремна да спроводи девизне операције, уколико услови то захтевају. Оне треба да омогуће да банка своју позицију ликвидности у домаћој валути може да прилагоди кроз одговарајуће девизне трансакције са централном банком. Ипак, ова врста операција готово никада није расположива у форми сталне олакшице, већ се оне спровode спорадично, само уколико тржишна кретања то захтевају. Девизне операције се могу спроводити у форми трајних купопродајних трансакција или своп девизних трансакција, када се врши привремени утицај на девизну ликвидност кроз операције централне банке.

3.4.1. Интервенције централне банке на девизном тржишту

Дакле, ни девизно тржиште, које је по својој дефиницији слободно, не ретко, није изван утицаја централне банке. Обими, фреквенција и смер интервенција централне банке на овом тржишту углавном су опредељени изабраним режимом девизног курса и обимом девизних резерви земље.

У случају да централна банка спроводи неку од екстремних форми политике девизног курса, која подразумева таргетирање девизног курса, тј. настојање централне банке да курс домаће валуте одржи на фиксираном нивоу у односу на изабрану валуту (најчешће долар или евро), она мора бити спремна да у сваком тренутку купи или прода девизе по одређеном курсу. Централна банка може зарачунати и одређену провизију на закључене трансакције, али такву да допронесе формирању курса на таргетираном нивоу а да банке ипак усмери да трансакције радије закључују по том курсу између себе, него са централном банком.

Политика руковођеног девизног курса подразумева да је централна банка спремна да врши константан надзор кретања на девизном тржишту уз обавезу да интервенише у одређеним случајевима – углавном када се процени да су дневне осцилације курса превелике или да је ликвидност на девизном тржишту недовољна. У таквом режиму централна банка треба да се определи да ли ће само повремено да учествује на тржишту, када процени да је неопходно, или ће увести праксу регуларног учешћа на девизном тржишту у смислу редовности операција и по унапред познатој динамици. Уколико се определи за механизам редовних операција на девизном тржишту у циљу руковођења или пак стабилизације девизног курса, може се рећи да постоји корист како за централну банку, тако и за само тржиште од веће транспарентности ових операција. Тада сигнални ефекат централне банке може релативно брзо да се ефектуира на тржиште. Са друге стране, кључна дилема постаје одговор на питање: да ли централна банка може да учествује на девизном тржишту на редовној основи а да временом не постане доминантан учесник на њему? Таква ситуација може да се избегне кроз мањи број редовних операција. Тако се нпр. операције могу спроводити у форми аукција једном или највише два пута недељно, док у осталим данима банке морају међусобно да тргују како би на тржишту затварале своје позиције.

Уколико централна банка води политику флукутирајућег девизног курса, девизно тржиште је „препуштено“ приватном сектору. То је најчешће случај са развијеним тржиштима, када се централна банка изузетно ретко појављује на том тржишту. У том случају њене девизне операције представљају само део укупних трансакција на тржишту, те је можда најбоље да се за те потребе користе системи које користе остали,

велики учесници на тржишту (попут *Reuters Dealing* система или EBS платформе), или неки телефонски и други облици комуникације и трговања.

Поред утицаја на ниво девизног курса, циљ операција централне банке на девизном тржишту може да буде трајан утицај на девизну ликвидност, уколико се процени да је позиција ликвидности (мањак/вишак) система, дугорочније посматрано, таква да угрожава циљеве централне банке. У случају ефектуирања ванредних фактора попут нпр. наглог повлачења девизне ликвидности из банкарског система (повлачење девизне штедње, нагли одлив иностраних извора средстава и сл.), централна банка мора промптно надоместити ту ликвидност кроз добро балансиране интервенције.

Како тачно централна банка утиче на девизно тржиште својим операцијама? Операције продаје девиза централна банка спроводи у условима када недостајућа девизна ликвидност врши притисак на курс домаће валуте, претећи да изазове њено слабљење. Обрнуто важи у условима јачања домаће валуте када централна банка својим операцијама куповине девиза, по курсу нешто вишем од тржишног, утиче на спречавање његовог претераног јачања. Сам обим операције који ће стабилизovati тржиште зависи од дубине девизног тржишта. Тако на плитким тржиштима и мање интервенције централне банке могу да делују стабилизујуће. Ово у случају да фактори који померају курс нису толико фундаменталне природе, већ су више психолошки попут нпр. политичких нестабилности. У таквим околностима довољна је и сама чињеница да централна банка показује спремност да буде на тржишту уколико се за тим укаже потреба. Уколико је пак кретање курса под утицајем фундаменталних фактора, попут снажне тражње клијената банака за девизама у циљу измиривања неких доспелих девизних обавеза, обими интервенција централне банке морају бити већи. Поред обима интервенција, ефекат, тј. исход интервенција може да буде опредељен и начином спровођења интервенције. Тако се нпр. интервенције могу спроводити кроз аукције по варијабилном курсу и без навођења обима, када се задовољавају само одређене понуде банака. Знајући то, банке ће настојати да добро одмере своје понуде у смислу износа и курсева. Поред тога, поједине централне банке могу да организују аукције у којима банке достављају понуде у оба смера. Оне се углавном спровode по моделу аукција по курсевима које банке нуде, при чему централна банка врши „упаривање“ понуда банака. Тада централна банка има улогу својеврсног брокера за

банкарске трансакције. Обими продаје/куповине на таквим девизним аукцијама углавном се утврђују накнадно, након спроведеног механизма „упаривања“ понуда. Поступајући тако централна банка на индиректан начин стимулише закључивање међубанкарских трансакција. Дакле, јасно је да централна банка, на различите начине, кроз избор механизма и тајминга интервенција, може да определи и брзину и обим њеног утицаја на девизно тржиште. То ипак захтева развијање софистицираних метода праћења кретања на девизном тржишту, како би се изоловало дејство фундаменталних од нпр. психолошких фактора на кретање курса. Ово посебно јер психолошки фактори, ако се на време не препознају и не буду адекватно процесуирани, могу да имају знатне краткорочне последице по финансијско тржиште.

С обзиром да је девизно тржиште, мерено обимом промета, највеће ванберзанско тржиште на свету, снага трансактора на том тржишту може бити већа од финансијске снаге било које централне банке на свету. У том смислу, није неуобичајено ни да централне банке две или више земаља интервенишу симултано ради одбране ценовних паритета њихових валута.

На основу свега изнетог јасно је да чак и централне банке које оперишу у режиму инфлационог таргетирања и уз политику флукутирајућег девизног курса, неће дозволити да се девизни курс, као један од веома важних параметара на финансијском тржишту, формира искључиво тржишним механизмима. Ово је посебно важно у земљама чије системе карактерише висок ниво евроизације/доларизације финансијског система, у којима је преносни ефекат девизног курса на цене висок. У том случају, веће осцилације девизног курса, а посебно депресијација, могу имати снажан ефекат по финансијску стабилност земље. Управо због тога, централна банка је увек у приправности да својим девизним операцијама утиче на овај тржишни сегмент.

Поред задовољења банкарске тражње/понуде за девизама и утицаја на девизни курс, централне банке у земљама у развоју обављају и купопродајне трансакције девизама са државом. Тако нпр. уколико држава располаже девизним средствима, а треба да измири обавезе у локалној валути, може доћи у позицију да мора да прода део девизних депозита (процес тзв. монетизације девизних депозита). У том случају

централна банка може део купљених девиза да дистрибуира на тржиште билатерално или путем девизних аукција.

Коначно, битно је напоменути да су интервенције централне банке на девизном тржишту често лимитиране нивоом девизних резерви земље, те да централне банке своју политику интервенција морају добро синхронизовати са платно-билансним кретањима и политиком јавног дуга, како би се обезбедило да све девизне обавезе буду уредно сервисирани. Ово посебно у земљама које у великој мери зависе од спољно-трговинских кретања, када стабилност девизног тржишта добија још већи значај.

3.4.2. Девизне своп операције централне банке

У претходном делу недвосмислено је објашњено да ће се централна банка појавити на девизном тржишту у условима када се равнотежа на том тржишту, мерено уравнотеженошћу девизне позиције система, наруши. Носиоци монетарне власти морају бити довољно вични да процене да ли је новонастала позиција ликвидности трајнијег карактера или је само тренутна, тј. пролазна. У случају да се процени да је поремећај у равнотежи на девизном тржишту привременог карактера, централна банка ће спровести девизне своп операције радије него трајне купопродајне трансакције.

Данас велики број централних банака за своје дневно-оперативно спровођење монетарне политике користи репо (привремене) трансакције са хартијама од вредности и девизне своп трансакције. Оне се не сматрају значајним са аспекта мењања курса монетарне политике, а њихова флексибилност и правна заштита коју обезбеђују учесницима у овим операцијама чини их идеалним за операције дизајниране за привремено управљање ликвидносном позицијом у финансијском систему. И заиста, у случају привремене неусклађености нето позиције ликвидности (мањак/вишак) финансијског система банке су уобичајено усмерене на међусобно трговање ликвидношћу. У таквим условима централна банка неће своје инструменте користити тако да дугорочније утиче на позицију ликвидности. Уместо тога, део девизне ликвидности који није задовољен на тржишту може се обезбедити нпр. путем краткорочних девизних своп трансакција кроз које банке купују девизе а дају домаћу валуту централној банци. Девизна своп трансакција се спроводи према унапред утврђеним условима у смислу своп поена и рочности трансакције. На овај начин се

одржава равнотежа на тржишту, позиција ликвидности система је избалансирана а међубанкарска трговина није угрожена. Уколико централна банка не препозна да је реч о краткорочној нарушености позиције ликвидности финансијског система и посегне за инструментима попут трајне продаје девиза, могу се изазвати поремећаји на финансијском тржишту и беспотребна продаја девизних резерви. Наиме, уколико је систем само привремено био у позицији мања ликвидности, а централна банка је кроз своје операције трајно обезбедила девизну ликвидност али и трајно повукла и ликвидност у домаћој валути, већ по престанку деловања фактора који су иницијално узроковали привремени мањак, тржиште ће се суочити са вишком девизне ликвидности и мањком ликвидности у домаћој валути. То ће изазвати раст каматних стопа на домаћу валути и увести систем у неравнотежу. Централна банка би у том случају морала убрзо да спроведе операцију супротног смера или да употреби неки други инструмент монетарне политике, и тако призна да је њена првобитна одлука била резултат погрешне процене позиције ликвидности.

Дакле, опредељење за врсту операција зависиће од процене ликвидносних услова на средњи рок, тј. перцепције да ли је реч о привременом недостатку ликвидности у страној валути уз задвољавајућу ликвидност у домаћој валути, или се пак процењује да ће проблеми са ликвидношћу бити трајнијег карактера. У случају да се дефицитарна позиција у некој страној валути оцени као привремена, централне банке се најрадије опредељују за спровођење девизних своп операција обезбеђења ликвидности у тој валути. То значи да ће централна банка привремено, на унапред дефинисан рок, продавати валуту која је дефицитарна, а куповати домаћу валуту. Истовремено, ове операције се могу спроводити и у супротном смеру – када нпр. постоји вишак девизне ликвидности и привремени мањак ликвидности у домаћој валути. Тада централна банка кроз девизне своп операције привремено обезбеђује ликвидност у локалној валути уз истовремено повлачење девиза. Девизне своп операције могу бити од посебног значаја када је потребно брзо обезбедити ликвидност и сачувати финансијску стабилност, без трајнијег трошења девизних резерви.

Оно што је битно код ових операција јесте да се оне спроведе у циљу управљања привременим мањком/вишком ликвидности у одређеној валути, без намере да се кроз њих утиче на ниво девизног курса. У том смислу се камата коју банке плаћају за ову

услугу, рачунато кроз своп поене, обрачунава на бази реперне каматне стопе на предметну валуту и одређене маргине која се додаје на њу, у циљу заштите од девизног ризика, тј. промене паритета предметних валута током трајања своп аранжмана. Током последње светске финансијске кризе централне банке развијених земаља успостављале су посебне врсте сарадње која су подразумевале да ће централна банка земље чија је валута дефицитарна на одређеном тржишту (углавном су то били долар и швајцарски франак) привремено, кроз посебне девизне своп аранжмане, обезбедити осталим централним банкама одређене износе ликвидности у тој валути. Током времена дефинисани су стандардни рокови за ове операције (углавном до 3 месеца, најчешће краћи рокови) као и њихови износи. Добијену ликвидност у валути која је била дефицитарна на домаћем тржишту, централне банке су „распоређивале“ по тржишту кроз девизне своп операције са пословним банкама. Изостанак ових операција могао је да се одрази на каматне стопе на предметну валуту на домаћем тржишту, а у крајњој консеквенци и на однос паритета локалне и предметне валуте.

Коначно, кроз девизне своп трансакције централна банка може дати и подстрек развоју тржишта деривата, који би, у иницијалној фази његовог развоја, изостао без њеног ангажовања. Ову функцију централна банка најчешће обавља истовременим организовањем девизних своп операција стандардних рочности, и то у оба смера. То значи да централна банка спроводи девизне своп аукције продаје и куповине девиза у исто време. По окончању аукције врши се „упаривање“ понуда банака у смислу износа и своп поена, а обими закључених трансакција лимитирани су на износе „упарених“ понуда. На овакав начин централна банка обавља функцију својеврсног брокера између банака, што је битно у условима када постоје проблеми међубанкарских лимита и нарушеног поверења међу банкама. Тада се функција централне банке своди на својеврсног гаранта за извршење трансакција, чиме се умањује ризик ликвидности у овој трансакцији. Временом се ово тржиште измешта ван окриља централне банке.

3.4.3. Утицај референтне каматне стопе на девизни курс

Свака цена, па и цене на девизном тржишту формирају се под дејством понуде и тражње. Један од фактора који има утицај на формирање понуде и тражње за девизама свакако је и разлика у каматним стопама на локалну и страну валуту.

Управо је паритет каматних стопа (*interest rate parity*) важан показатељ који се користи за сагледавање релација на девизном тржишту и тржишту новца. Овај показатељ указује на однос између премије форвард девизног курса у поређењу са спот девизним курсом, и разлике у каматним стопама на две предметне валуте. Основни постулати теорије паритета каматних стопа важе уз услов да постоји мобилност капитала и да су обе валуте подједнако заменљиве.

Релација форвард премије и каматних стопа на предметне валуте може се приказати следећом формулом⁴⁸:

$$F_p = (1 + r_d) / (1 + r_f) - 1$$

У приказаној формули r_d – представља каматну стопу на домаћу валуту док је r_f – каматна стопа на страну валуту. Управо се приказани однос назива паритет каматних стопа. Паритет каматних стопа имплицира да ће премија или пак дисконт на форвард девизни курс у односу на спот (текући) девизни курс, бити приближно једнака разлици у каматним стопама на предметне валуте. У том равнотежном случају тржишним учесницима је свеједно да ли свој новац држе у валути која носи ниже каматне стопе али и очекивану апресијацију курса или га држе у валути која носи веће каматне стопе али уз очекивану депресијацију девизног курса. У случају да је разлика у каматним стопама нижа од равнотежне, а очекивана апресијација девизног курса виша, раст тражње за том валутом повећава њен спот девизни курс, обара форвард премију и води поновном успостављању равнотеже на нивоу паритета каматних стопа.

Описан механизам може се сублимирати кроз једноставан закључак да је, сходно теорији паритета каматних стопа, каматна стопа на домаћу валуту једнака збиру каматне стопе на страну валуту и очекиване апресијације стране валуте. Полазећи од те теорије, могу се извести следећи закључци:

- повећање каматне стопе на страну валуту доводи до депресијације домаће валуте, док смањење каматне стопе на страну валуту има супротан ефекат, тј. доводи до апресијације домаће валуте.

⁴⁸Шошкић, Д., Живковић, Б., 2011, »Финансијска тржишта и институције«, Економски факултет, Београд, стр. 234 – 237.

- обрнуто, повећање каматне стопе на домаћу валуту доводи до њене ап्रेसијације, док смањење каматне стопе на домаћу валуту има супротан ефекат, тј. доводи до депресијације домаће валуте.
- сваки фактор који утиче на опадање очекиваног форвард девизног курса на домаћу валуту, повећава очекивану апресијацију стране валуте. Резултат је већи очекивани принос на страну валуту и депресијација домаће валуте.

Коришћење диспаритета између премије на форвард девизни курс и разлике у националним каматним стопама назива се покривена каматна арбитража (*covered interest arbitrage*). Сходно овој теорији, управо промена каматне стопе на одређену валуту може иницирати кретања капитала између посматраних земаља. Тако ће раст каматне стопе на националну валуту подстаћи приливе капитала у ту земљу због виших приноса, под условом да се не очекује снажнија депресијација те валуте услед дејства неких фундаменталних фактора. Већа понуда девиза даље води апресијацији локалне валуте, па инвеститори остварују сада двоструку зараду кроз тзв. каматно-курсну арбитражу. Описани механизам недвосмислено указује да централна банка на курс националне валуте може да утиче не само интервенцијама, већ и кроз политику каматних стопа. С обзиром да овај механизам значи веће трошкове камата он ће се примењивати само ако учесници верују да ће им корист по основу веће камате надмашити евентуалне губитке по основу могуће депресијације те валуте.

Један од врло лепих примера утицаја референтне каматне стопе на девизни курс дао је Џон Тејлор. Он је описао да је нпр. у САД раст инфлације најчешће праћен апресијацијом долара. Истовремено, господин Тејлор наглашава да би, сходно теорији паритета каматних стопа, виши ниво цена требао да резултира слабијом валутом. Међутим, ако се у причу уведе правило монетарне политике, долази се до логичног објашњења. У таквим условима, *Fed* повећава своју каматну стопу, што повећава атрактивност долара који, због тога, апресира⁴⁹.

⁴⁹ Taylor, J.B. 2007. "The explanatory power of monetary policy rules", National bureau of economic research.

3.5. ПОДСТИЦАЈ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ РАЗВОЈУ ОСТАЛИХ ТРЖИШНИХ СЕГМЕНАТА

Поред евидентног доприноса централне банке развоју тржишта државних хартија и тржишта међубанкарских трансакција, не мање битан јесте и њен допринос развоју других тржишних сегмената и врста трансакција попут:

- секундарног тржишта;
- тржишта финансијских деривата;
- репо тржишта;
- тржишта појединих краткорочних финансијских инструмената.

3.5.1. Секундарно тржиште

Секундарно тржиште обухвата све касније купопродаје већ емитованог инструмента, те се може рећи да се на њему одвија њихов даљи „живот“. То значи да се на секундарним тржиштима не обезбеђују финансијска средства директно емитенту, већ њиховом последњем власнику. Истовремено се на овом тржишту обављају две не мање важне улоге: формирање цене финансијских инструмената и обезбеђење ликвидности за емитоване инструменте. Реч је о најважнијим параметрима сваког финансијског тржишта. Поред инвеститора и сами емитенти су веома заинтересовани за ликвидност својих хартија, јер од тога директно зависи и њихова цена на примарном тржишту. Отуда и велики интерес емитената за развој секундарног тржишта за њихове хартије, као и настојање да се исте котирају на организованим и ликвидним тржиштима.

У претходном делу појашњено је да ће централна банка преферирати употребу операција на примарном тржишту (својим или државним хартијама) све док тржиште државних хартија не постигне одређену дубину и ликвидност. Након тога се углавном прелази на традиционалније операције на отвореном (секундарном) тржишту, које подразумевају да централна банка спроводи директну куповину или продају државних хартија на секундарном тржишту. На овај начин, централна банка кроз своје операције доприноси развоју секундарног тржишта хартија, а посебно државних хартија које су најчешће прихватан колатерал у операцијама са централном банком. Поред државних хартија, као предмет куповине и продаје централна банка може да користи и хартије корпоративног сектора, при чему централна банка јасно прописује критеријуме које оне морају да задовоље како би се обезбедило да се операције спроводе само са

хартијама високог кредитног рејтинга. У том смислу, најчешће се користе комерцијални записи већих и познатијих корпорација са релативно краћим роковима доспећа. Последња финансијска криза показала је да централне банке могу да купују и хартије корпорација које имају значајно учешће у укупним привредним активностима земље, обезбеђујући на тај начин тржиште за ове хартије.

Дакле, сама чињеница да централна банка може да купује одређене хартије од вредности чини исте инетересантнијом инвестиционом алтернативом за тржишне трансакторе. Ово јер су могући учесници у операцијама са централном банком сигурни да у случају да им хитно затребају ликвидна средства, а хартије не могу да продају на тржишту, исте могу продати (репо или трајно) централној банци. То значи да, укључивањем одређених хартија на листу дозвољеног колатерала, централна банка даје директан допринос развоју секундарног тржишта тих хартија.

Поред утицаја на ликвидност секундарног тржишта, централна банка својим операцијама може да утиче и на цену финансијских инструмената на секундарном тржишту. Тако нпр. уколико се каматне стопе на тржишту повећају изнад нивоа који централна банка има утврђен као свој оперативни таргет, она може да купује хартије на секундарном тржишту, и тиме генерално може да утиче на смањење каматних стопа. Поред тога, централна банка може утицати на цену конкретне хартије ако спроводи програм њеног откупа, чинећи тржиште тих хартија ликвиднијим. Сама чињеница да је централна банка спремна да их откупљује, повећава тражњу за њима и тиме обара каматне стопе. Поред импулса у смислу обима операција али и различитих програма откупа хартија, централна банка може да утиче на каматне стопе на секундарном тржишту и својом политиком каматних стопа и моделом аукција. Тако нпр. при ниској референтној каматној стопи и операцијама централне банке које подразумевају да централна банка у потпуности задовољава тражњу банака за ликвидношћу (до нивоа рапсоложивог колатерала), учесници у операцијама могу бити стимулирани да позајмљују новац од централне банке и да га потом пласирају у нпр. државне хартије. То је посебно важно у периоду фискалних криза, када централна банка, кроз своје операције, може да утиче на усидравање каматних стопа у условима када би, врло извесно, уследио њихов раст.

Коначно, ликвидно секундарно тржиште захтева брзе процедуре клиринга и салдирања. И у овом сегменту допринос централне банке може бити од великог значаја, о чему ће више речи бити у наредном поглављу.

3.5.2. Репо тржиште

Репо трансакције сматрају се „идеалним“ оруђем за управљање ликвидношћу банкарског сектора и каматним стопама на тржишту новца. Ово пре свега што се власништво на хартијама које су предмет трансакције успоставља привремено, односно не врши се трајно преношење власништва на предметним хартијама. Такође, од изузетне је важности да за време трајања репо трансакције, хартије од вредности које су у привременом власништву купца нису „блокиране“ већ могу да се користе као средство обезбеђења за неке друге трансакције, чиме се даје додатни подстицај тржишту новца. Битно је да на дан окончања трансакције (датум реоткупа), репо купац на свом рачуну хартија има довољну количину конкретне врсте хартија која је била предмет трансакције. Управо је ова чињеница учинила репо трансакције погоднијим инструментом од класичног колатерализованог кредита у којем хартије остају „блокиране“ за даље трговање током трајања кредитног односа. Развој репо трансакција може да утиче на промену преференција инвеститора оријентисаних на супер кратак рок (којима је ликвидност важна) ка релативно дугорочнијим сегментима тржишта, без страха да неће бити у могућности да продају хартије уколико им затреба ликвидност. Због тих својих специфичности репо тржиште, тј. тржиште колатерализованих позајмица је доживело раст током светске финансијске кризе, и сада представља важан сегмент тржишта новца.

Данас велики број централних банака за своје дневно-оперативно спровођење монетарне политике користи репо (привремене) трансакције са хартијама од вредности и девизне своп трансакције. Ово из разлога што се оне не сматрају значајним са аспекта мењања курса монетарне политике, а њихова флексибилност и правна заштита учесника коју обезбеђују, чини их идеалним за операције дизајниране за привремено управљање ликвидносном позицијом у финансијском систему. Чињеница да се репо трансакцијама не утичу на цену хартија од вредности (или девиза) које су привремено продате, чини их важним инструментом у оперативном инструментаријуму, јер се

операције централне банке спроводе са монетарним циљевима а не са циљем утицаја на цену ове активе. Због свега наведеног централне банке данас своје главне операције на отвореном тржишту спроводе иницијално кроз трајне купопродаје хартија од вредности, да би, након имплементације потребних нормативних аката и технолошких предуслова прешле на репо трансакције. Овај моменат најчешће представља иницијалну капислу за даљу имплементацију ове врсте трансакције и у међубанкарским позајмицама. Посебно периоди финансијских криза намећу неопходност њиховог увођења на тржишта у развоју. Наиме, раст кредитног ризика махом је праћен контракцијом необезбеђених међубанкарских трансакција. Банке „мајке“ уводе лимите за своје банке „ћерке“, за трансакције које обављају са другим банкама на локалном тржишту. Услед недовољне развијености репо тржишта, банке „ћерке“ постају усмерене на трансакције са централном банком или пак на међубанкарске трансакције на бази подлоге девиза као колатерала. Управо тада се интензивира и активност централних банака земаља у развоју на успостављању и развоју међубанкарског репо тржишта, пре свега кроз професионалну помоћ у развоју мастер репо уговора, као правну основу за закључење ових трансакција. Његова израда није нимало једноставна с обзиром да подразумева прецизирање великог броја техничких детаља попут дневне валуације хартија које су подлога трансакције, утврђивања иницијалних умањења номиналне вредности хартија, поступања у случају да контрастрана у трансакцији не врати позајмљена средства и др. Дакле, реч је о великом броју техничких детаља које треба прецизирати, због чега централна банка, својим регулаторним и професионалним капацитетом може битно да допринесе његовом дефинисању, а тиме и развоју овог тржишта.

3.5.3. Подстицај развоју појединих инструмената тржишта новца

Кроз своју политику колатерала, механизам операција на отвореном тржишту и политику каматних стопа, централна банка може да пружи допринос тржишту појединих хартија од вредности и различитих врста трансакција, о чему је више речи било у делу у којем је описан њен допринос развоју секундарног тржишта.

Поред тих инструмената, централна банка може да користи и политику обавезних резерви како би стимулисала развој конкретног тржишног сегмента. Тако се, кроз овај

инструмент, може подстаћи развој посебних инструмената тржишта новца попут нпр. сертификата о депозиту. На који начин централна банка може директно да подржи ове хартије кроз обавезну резерву? Тако што би се нпр. омогућило да се на средства прикупљена кроз емисију и продају сертификата о депозиту не издваја обавезна резерва или да се примењује нижа стопа обавезних резерви. Такође, кроз овај инструмент банке могу да се подстакну да емитују хартије нпр. у локалној валути те да се на тако прикупљена средства не обрачунава обавезна резерва. Наравно, на тај начин се може нарушити тржишна утакмица, па се овакав облик селективизма не препоручује у каснијим фазама развоја тржишта. Такође, у којој мери ће оваква политика заиста резултирати жељеним ефектима зависи од бројних фактора попут висине стопа обавезне резерве и стопе ремунерације, степена доларизације финансијског система, стопе инфлације, разлике у висини домцицилних каматних стопа на локалну и страну валуту, очекиваног кретања курса и сл.

Утицај стопе обавезне резерве на трошак задуживања банака може се, генерално, исказати следећом формулом:

$$r_2 = r_1 / (1 - d)^{50}$$

где су: r_1 - каматна стопа коју банка плаћа на конкретан извор средстава; d – стопа обавезне резерве; r_2 – трошак који банка стварно има услед обавезе да део извора средстава држи неупошљен код централне банке. Реч је о генералној формули у којој се полази од тога да се обавезна резерва издваја у валути у којој су средства положена код банке и да централна банка не врши ремунерацију средстава обавезне резерве.

Из наведене формуле јасно је да, што су стопе обавезне резерве ниже, импулс који долази од њиховог укидања за конкретан инструмент је слабији, јер носи и ниже „уштеде“ за банку. Такође, уколико централна банка плаћа банкама камату на издвојена средства обавезне резерве која је једнака или близу референтне каматне стопе, импулс који производи снижавање или укидање обавезне резерве за конкретан финансијски инструмент ишчезава. Сума сумарум, најјачи импулс од овог инструмента, са аспекта подршке конкретних врста извора долази у условима када су стопе обавезних резерви релативно високе а централна банка не врши ремунерацију

⁵⁰ Интерна документа Народне банке Србије.

средстава обавезне резерве, или је дискрепанца између референтне стопе и стопе ремунације висока.

Поред тога, не треба занемарити ни преференције трансактора на локалном тржишту које могу бити опредељене и непријатним искуствима из прошлости. Наиме, уколико је висока заступљеност стране валуте на пасивној страни биланса банака узрокована махом ниским поверењем у локалну валуту, сектор привреде и становништва ће и даље фаворизовати страну валуту чак и када је каматна стопа на локалну валуту знатно виша од каматне стопе на страну валуту. Ово посебно ако трансактори очекују да им разлика по основу камате буде „поједена“ инфлацијом и/или депресијацијом домаће валуте. Једино уколико постоји високо поверење у централну банку да ће домаћа валута јачати, или бар остати стабилна, а да ће се инфлација кретати у прихватљивим оквирима у средњорочном периоду, може се очекивати пун ефекат импулса који долазе од обавезне резерве на горе описан начин.

3.5.3.1. Сертификати о депозиту

Сертификат о депозиту (CD – *Certificate of Deposits*) је преносиви инструмент тржишта новца који гласи на одређени новчани износ који је депонован у банци, уз услове који важе и за класичне депозити код банака у смислу рока и каматне стопе. Ове инструменте емитују банке које се тако обавезују да ће имаоцу сертификата исплатити износ депонованих средстава са припадајућом каматом, у утврђеном року. Сертификати о депозиту углавном гласе на високе суме, а издају их познате и велике банке у оквиру посебних „програма“ на које је добијена сагласност надлежне институције за супервизију банака у држави у којој су емитовани. Како би се избегли високи трансакциони и оперативни трошкови, а саме емисије учиниле једноставнијим, програми често обухватају више емисија сертификата о депозиту различитих рочности, и могу да гласе и на неколико млрд EUR. Програм сертификата о депозиту који испуњава прописане стандарде може да има STEP (*Short Term European Paper*) ознаку, што значи да задовољава јединствен скуп стандарда и пракси који се односе на сва европска тржишта краткорочних хартија од вредности. За обезбеђење ове ознаке, банка емитент плаћа одређен износ у циљу провере испуњености услова и стандарда. Уколико банка емитент има свој рејтинг, њени сертификати су једнако ранжирани.

Рокови доспећа сертификата о депозиту варирају у зависности од очекиваног кретања краткорочних каматних стопа, али и тренутног поверења тржишних учесника. Због тога су, као и код класичне штедње, заступљенији сертификати са роковима доспећа краћим од годину дана. Ови инструменти, као и класични штедни улози, могу носити фиксну или варијабилну каматну стопу.

У чему је њихова корист за купце ових инструмената? Пре свега што они представљају облик депоновања средстава у банци без одрицања од ликвидности, тј. могу се уновчити на секундарном тржишту. У случају повлачења средстава улагач губи део камате, али су укупни трошкови нижи од трошкова разрочења орочених депозита. Са друге стране, један од услова из програма емисије ових хартија не ретко је и постојање *call* опције која емитенту даје право да у сваком тренутку може да откупи емитоване сертификате о депозиту у условима нпр. пада каматних стопа, када их може заменити новом, јефтинијом емисијом. У том смислу једноставнија могућност њихове превремене наплате или исплате чини их додатно погоднијим од класичних депозита. Услед тих карактеристика овог инструмента, централне банке земаља у развоју које примењују високе стопе обавезне резерве без адекватне ремунарације (поједине земље Латинске Америке), кроз инструмент обавезне резерве подстичу емисије ових инструмената. Ако се њихова успешност мери стањем ових инструмената пре и након имплементације мера, може се рећи да су исте дале ефекат.

3.5.4. Тржиште финансијских деривата

Дериватни или изведени финансијски инструменти своју вредност базирају на основним инструментима из којих су изведени. Они могу бити краткорочни и дугорочни. Основне врсте дериватних инструмената су свопови, форварди, фјучерси, опције и варанти.

Свопови су релативно новија врста дериватних инструмената која је почела да се развија 80-их година прошлог века. Представљају посебну врсту уговора о размени новчаних токова између две уговорне стране, на одређени дан у будућности. У њиховој основи налазе се девизе или камате, при чему постоје и неки комплекснији облици

свопова. Тржиште свопова данас представља значајан сегмент укупног ванберзанског тржишта деривата.

Форварди⁵¹ су уговори о финансијској трансакцији у будућности, при чему се најчешће користе за будућу испоруку хартија и страних валута, по унапред утврђеној цени и на договорени дан у будућности. Они су као класични термински уговори који, по правилу, нису стандардизовани већ су прилагођени конкретним потребама две уговорне стране. Форварди су слични фјучерсима, али су по настанку старији од њих. Због одсуства клириншке куће као посредника у њиховој трговини, носе са собом извесни кредитни ризик у испуњењу уговора. Каматни форварди морају недвосмислено дефинисати дуговни инструмент који ће бити испоручен у будућем тренутку, затим количину тог инструмента и цену, тј. каматну стопу на дуговни инструмент у тренутку испоруке. За купца активе из форварда може се рећи да је заузео дугу форвард позицију, док је продавац инструмента из форварда заузео кратку форвард позицију. Продавац форварда има амбицију да минимизира свој ризик у моменту доспећа форварда, тј. да има загарантовану цену у моменту доспећа форварда и заштиту у случају да дође до раста каматних стопа (пада вредности инструмента). Међутим, ако дође до пада каматних стопа тада он остварује губитак у поређењу са трансакцијом коју је могао да реализује на спот тржишту.

Фјучерси су уговори у којима се купац и продавац обавезују да ће извршити промет одређене активе по уговореној цени, на одређени дан у будућности. Њима се тргује на берзи што их чини сигурнијим у односу на форвард уговоре, јер не носе ризике неизмирења обавеза у мери у којој то подразумева форвард уговор. Ово јер при успостављању фјучерс позиције инвеститор мора да положи одређени износ средстава на свој рачун код клириншке куће - тзв. иницијална маргина (*initial margin*). Током трајања фјучерс уговора врши се процес континуиране ревизије износа на маргинским рачунима трансактора који се назива поравнање са тржиштем (*marking to market*). Ако се ниво маргине налази испод њеног минималног нивоа дуже од једног дана, берза аутоматски затвара фјучерс позицију инвеститора. Избор типа фјучерс уговора биће опредељен ризиком од којег инвеститори желе да се „заштите“ (хеџинг мотив) или зарадом коју желе да остваре (арбитражни мотив). За инвеститоре који инвестирају

⁵¹ Шошкић, Д., Живковић, Б., 2011, »Финансијска тржишта и институције«, Економски факултет, Београд, стр. 371 – 391.

нпр. у хартије деноминване у истој валути, на располагању су каматни фјучерси. Инвеститори који су изложени девизним трансакцијама могу бити заинтересовани за контролу валутног ризика кроз девизне (валутне) фјучерсе. Успешно вредновање цене фјучерс уговора је од кључне важности да би се у потпуности искористиле хеџинг и спекулативне предности које овај дериватни финансијски инструмент ставља на располагање потенцијалним инвеститорима. Теоријска равнотежна цена фјучерса, по поједностављеном моделу, може се израчунати на основу цене предметног инструмента на спот тржишту, приноса на инструмент до датума поравнања фјучерса и краткорочне каматне стопе на тржишту новца. Теоријска равнотежна цена фјучерса може бити изнад или испод спот цене предметног инструмента, што зависи од релативног односа стопе приноса до доспећа на овај инструмент у односу на краткорочну каматну стопу на главницу до доспећа. Разлика између ове две стопе назива се трошак држања фјучерса. Ако је каматна стопа већа од стопе приноса, тада је трошак држања фјучерса негативан и он ће се продавати уз премију и обрнуто када је трошак држања фјучерса позитиван, он ће се продавати уз дисконт у односу на спот цену инструмента. То значи да што је фјучерс уговор краткорочнији, то би и разлика између цене фјучерса и спот цене инструмента требала да буде мања. Централна банка својом политиком каматних стопа може одредити понашање на тржишту фјучерса, кроз утицај на каматне стопе на тржишту новца. Тако нпр. уколико очекују раст каматних стопа у наредном периоду, инвеститори могу да смање осетљивост свог портфолија на кретање каматних стопа. И супротно, у случају када се очекује пад каматних стопа, куповином каматних фјучерса инвеститори могу увећати осетљивост свог портфолија на кретање каматних стопа. Каматни фјучерси су погодни и за реализацију каматних арбитражних профита, а не само за заштиту од ризика промене каматне стопе. У принципу се поступак своди на то да трансактори прате спот и фјучерс цене и користе неподударање тржишних са равнотежним фјучерс ценама за реализацију арбитражне добити. Тако у случају када тржишна цена фјучерса превазилази његову равнотежну цену, арбитражери улазе у продају каматног фјучерса и обрнуто. На тај начин арбитражни процес ради у прилог ефикасности тржишта каматних фјучерса и повезује спот и фјучерс цене на овом тржишном сегменту. Са друге стране, девизни фјучерси могу да се користе за контролу девизног ризика као и за реализацију девизних арбитражних профита. Са валутним фјучерсима могуће је и спекулисати на кретању валутних паритета, при чему ефекти заузетих портфолио

позиција у девизним фјучерсима знатно надилазе ефекте који би се остварили простим заузимањем дуге или кратке позиције у изабраној валути. У том смислу су и потенцијалне стопе добитка, али и губитка, знатно веће него при класичном спекулисању у дугим и кратким позицијама у тим валутама. Централна банка кроз политику интервенција на девизном тржишту може да утиче на заинтересованост инвеститора за закључивање трансакција са спекулативним мотивима. Ово уколико спроводи редовније операције на девизном тржишту, чиме девизни курс чини извеснијим, сужавајући тиме простор за арбитражу по основу промене девизног курса.

3.5.4.1. Девизне своп трансакције

Девизне своп трансакције подразумевају привремену продају једне валуте за другу по утврђеном спот курсу, док се на дан окончања трансакције продата валута откупљује по утврђеном форвард курсу.

Разлика између спот и форвард курса се изражава у своп поенима који се утврђују према међународној методологији, на бази каматних стопа које се примењују на основну и помоћну валуту које су предмет трансакције и на основу рочности трансакције:

$$\text{Swap poeni} = \text{Spot kurs} \times \left[\frac{1 + \left(B \times \frac{\text{broj dana transakcije}}{360} \right)}{1 + \left(A \times \frac{\text{broj dana transakcije}}{360} \right)} - 1 \right]$$

Forward kurs = Spot kurs + Swap poeni

где је А – каматна стопа на основну валуту а В – каматна стопа на помоћну валуту⁵².

Приликом давања котација банке увек означавају основну а потом помоћну валуту (нпр. EUR/RSD, USD/CHF, GBP/EUR).

Због својих карактеристика, девизне своп операције све више се користе као допунски инструмент монетарне политике централне банке. И сама ЕЦБ је у свом оперативном оквиру, поред репо и трајних операција и аукција депозита, предвидела и могућност

⁵² Gay, G., Venkateswaran, A., „*The Pricing and Valuation of Swaps*”, Northeastern University, 2008.

коришћења девизних своп операција за потребе спровођења операција финог подешавања ликвидности (*fine tuning operations*).

Привременом купопродајом домаће валуте за инострану утиче се на ликвидност на тржишту, што може имати и импликације на кретање краткорочних каматних стопа и девизни курс. Због тога се, њиховом употребом, може постићи и монетарна и финансијска стабилност у условима привремених дисбаланса на тржишту. Један од примера јесу услови наглог повлачења девизне штедње грађана. Тада се, привременим обезбеђењем девизне ликвидности, може ублажити негативан ефекат претеране депресијације који би настао уколико би изостала реакција централне банке. Опредељење за привремене а не трајне трансакције централна банка базира на очекивању да ће њена реакција вратити поверење у тржиште, као и да ће у кратком року престати дејство фактора који су узроковали „бег“ штедње, због чега ће грађани своја средства поново усмерити ка банкама.

Додатна предност од ове врсте операција за централну банку долази од чињенице да оне не одражавају очекивања централне банке или банака по питању будућег кретања девизног курса, и тиме не угрожавају сигналну функцију главних операција централне банке. Такође, за разлику од трајне спот продаје девиза од стране централне банке, ове операције не утичу на трајни одлив и смањење девизних резерви централне банке.

Што се тиче самог модела спровођења девизних своп операција, оне се, као и главне операције, могу спроводити аукцијским путем. То подразумева да мора да се изврши избор између модела по фиксним или варијабилним своп поенима, и са тим повезано, модела без ограниченог обима и са ограниченим обимом продаје предметних валута. Као што је већ било речи, централна банка у овим трансакцијама може да буде својеврсни посредник између банака, у условима када постоје лимити између финансијских учесника. Тада циљ централне банке у овим операцијама не мора нужно да буде монетарна и финансијска стабилност, већ и развој ове врсте међубанкарских трансакција. У том случају трансакције се спроводе у нешто нижим обимима, док се у условима када је ликвидност у одређеној валути привремено нарушена, може ићи са операцијама већих обима. Коначно, централна банка може да утврди и лимите за поједине учеснике у овим операцијама, који би били базирани нпр. на средствима

обезбедне резерве које банка има код централне банке. Могућност коришћења ових средстава за намирне потраживања централне банке може се унапред дефинисати кроз уговор, чиме се централна банка, поред већ добијене ликвидности у одређеној валути, додатно обезбеђује.

Због описаних карактеристика девизних своп операција централне банке су их активно користиле током кризе, посебно за обезбеђење доларске ликвидности европским банкама, о чему ће бити више речи у једном од наредних поглавља.

3.5.4.2. Нерезиденти и дериватне трансакције

У иницијалној фази развоја тржишта, не ретко, хартије централне банке чине један од заступљенијих финансијских инструмената на тржишту. То је нпр. случај са земљама у развоју чији је систем у позицији структурног вишка ликвидности, а које се суочавају са високим и волатилним стопама инфлације али и осцилацијама девизног курса локалне валуте. Из тог разлога, реперне каматне стопе које централна банка примењује у својим операцијама су углавном на знатно вишим нивоима у односу на стопе које у својим операцијама примењују централне банке развијених земаља. Уколико је реч о земљи са релативно добрим перспективама раста, или бар краткорочно одрживијој екстерној позицији, не ретко, спекулативни страни капитал проналази начин да уђе на то тржиште. Реч је о инвеститорима који улажу краткорочно, махом купујући краткорочне инструменте централне банке или државне хартије. Иако већина централних банака у својој регулативи није предвидела могућност директног учествовања нерезидената у операцијама продаје хартија или повлачења ликвидности кроз депозитне олакшице, они могу бити присутни на тржишту кроз индиректне канале. Краткорочност инструмената централне банке им свакако одговара, с обзиром да је реч о земљама које се често суочавају са депресијацијским притисцима на домаћу валуту, у условима конвергенције и дугорочног успостављања екстерне равнотеже. Управо су ти приливи капитала донели са собом и праксу развоја различитих типова финансијских деривата. Временом су се издвојиле девизне своп трансакције које нерезиденти закључују са различитим мотивима, због чега су и добили неформалне називе - арбитражни свопови и хедџинг свопови.

У арбитражне свопове убрајају се девизне своп трансакције у којима нерезиденти у првом „краку“ свопа улазе у локалну валуту неке земље у развоју, ради остваривања зараде по основу каматног диференцијала тј. по основу више каматне стопе на ту валуту у односу на пласмане на неким развијенијим тржиштима. Овај механизам подразумева да нерезиденти продају девизе на спот тржишту и тако добијену локалну валуту потом пласирају у првом краку свопа. Продаја девиза на спот тржишту од стране нерезидената доводи до јачања локалне валуте, уколико су трансакције релативно већег обима, па се на овај начин, поред зараде на каматном диференцијалу, јавља могућност додатне зараде нерезидентима по основу апresiasiје домаће валуте. Следствено, ниво потраживања нерезидената у домаћој валути расте у периоду када нерезиденти очекују њено јачање. Приликом затварања ових свопова, у другом краку, нерезиденти добијају локалну валуту коју могу даље пласирати (обновити, тј. своп роловати или уложити у државне хартије у локалној валути) или, уколико очекују њено слабљење, могу је искористити за куповину девиза на спот тржишту, када настају депresiasiјски притисци. Повећано улагање у ове свопове, праћено апresiasiјским притисцима, приметно је у периодима појачаног интересовања нерезидената за инвестирање у државне хартије у локалној валути (улазак у краткорочне свопове неколико дана пред улагање у државне хартије), као што се и значајније смањење стања ових свопова и следствено, депresiasiјски притисци, подударају са повећаном аверзијом страних инвеститора према ризику и изласком из државних хартија. Управо овакав развој ситуације настао је крајем маја 2013. године, након најаве *Fed*-а да ће од септембра постепено смањивати обиме квантитативних олакшица, до њиховог потпуног укидања. Амерички инвеститори су одмах одреаговали изласком из ризичнијих пласмана, остављајући тржишта земаља у развоју са великим притиском на локалну валуту. Реакције централних банака нису изостале, тако да су, у тим данима, бележене интервенције на тржиштима валута земаља у развоју, као и суздржаност централних банака да смањују реперне стопе упркос повољним кретањима инфлације. Слично се поновило током 2014. године када је *Fed* и отпочео смањење програма квантитативних олакшица а почетком 2015. године и престао да га спроводи.

За разлику од арбитражних свопова, хедџинг свопови подразумевају трансакције у које нерезиденти улазе углавном ради хедџовања (заштите) својих пласмана у локалну валуту од девизног ризика. У првом краку нерезиденти купују локалну валуту од

банака и тако стварају своје обавезе у тој валути, које ће измирити приливом оствареним по доспећу државних хартија. Средства у локалној валути која су добили у првом краку свопа нерезиденти користе за куповину девиза на спот девизном тржишту, када настају депресијацијски притисци. Уколико по доспећу државних хартија нерезиденти не обнове своје улагање у хартије, приливе у локалној валути ће искористити за затварање обавеза у своповима. Стога, приликом затварања ових свопова, изостаје потреба нерезидената за продајом локалне валуте на спот тржишту, па нема ни притисака на курс. У том смислу хединг свопови који се закључују на описан начин не „померају“ битније тржиште. Али, свопови који се врше у сврху каматно-курсне арбитраже у великој мери зависе од монетарног инструментаријума централне банке. Због њихових потенцијалних ефеката на девизно тржиште, а тиме и на стабилност финансијског тржишта, централне банке земаља у развоју са посебном пажњом прате активности нерезидената и предузимају потребне мере уколико се процени да могу да дестабилизују тржиште. О самим мерама и детаљније о механизмима прилива капитала биће више речи у неком од наредних поглавља.

3.6. MARKET INTELLIGENCE ФУНКЦИЈА

Од ескалације финансијске кризе, централне банке широм света суочавају се са великим изазовима, због чега је финансијска стабилност све више у фокусу централних банака. Финансијска тржишта су динамична и мењају се у различитим правцима у кратком року. Централна банка, као институција која спроводи своје операција са широким кругом тржишних учесника, треба да искористи ову своју позицију за обезбеђење што квалитетнијих тржишних информација. Следствено, прикупљање и детаљна анализа тржишних информација добијају на значају, и као такве, треба да се користе заједно са конвенционалним методама заснованим на економској статистици. Управо је криза указала да сама статистика није довољна за доношење релевантних одлука из области монетарне политике.

3.6.1. Организација *Market Intelligence* функције

Свакако да су „бројеви“, односно статистика, изузетно важни за транспарентну и кредибилну комуникацију централне банке са јавношћу. Али, осим прикупљања и

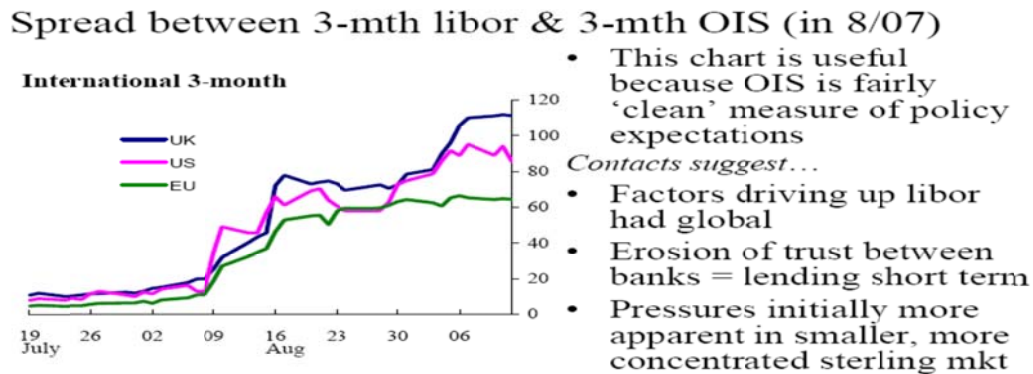
анализе података у вези каматних стопа и цена финансијских инструмената на домаћем и иностраним финансијским тржиштима путем информационих система попут *Reuters-a* и *Bloomberg-a*, директни контакти са тржишним учесницима су изузетно битан фактор за доношење што квалитетнијих одлука које имају утицај на монетарну и финансијску стабилност. Последња финансијска криза је потврдила да статистички арсенал централних банака треба без одлагања допунити и нестатистичким тржишним информацијама, с обзиром да ни најсофистицираније статистичке технике више нису довољне за вођење економске политике.

То значи да централна банка не треба да буде само посматрач и регулатор на финансијском тржишту, већ и активан учесник који има развијене односе са тржишним учесницима. Прикупљање информација од тржишних учесника омогућава боље сагледавање трансмисионог механизма монетарне политике, што је посебно битно када текуће каматне стопе и цене финансијских инструмената не одражавају у потпуности очекивања тржишних учесника у погледу будућих инфлаторних кретања, промене референтне стопе, и сл. С обзиром да су прикупљене информације од великог значаја и за финансијску стабилност, предности добро организованог *Market Intelligence* система се огледају и у благовременом уочавању системских ризика, што ће централној банци омогућити да у кризним ситуацијама боље разуме сложене финансијске инструменте и предузме одговарајуће али и правовремене мере.

Процеси прикупљања информација од тржишних учесника и обавештавање руководства централне банке о кључним кретањима на домаћем тржишту су увек добро организовани и процедурални. Информације се прикупљају у директним (телефонским) контактима са запосленима у финансијским институцијама који су учесници у операцијама на отвореном тржишту, али и осталим учесницима на тржишту новца (брокери, осигуравајућа друштва, хец фондови, и др.). Потом се израђују кратки извештаји за које је битно да што пре буду дистрибуирани, како би се предузеле правовремене мере и активности. Поред тога, најчешће квартално, организују се и редовни састанци са представницима финансијских институција, како би се, у непосредном контакту, размениле релевантне информације. Осим редовних, општих посета, могу се организовати и састанци тематског карактера.

Поред наведеног, припремају се и кратке информације о дешавањима на домаћем и иностраном финансијском тржишту у форми табела и графикана (кретање каматних стопа на тржиштима новца, тржиштима финансијских деривата, каматним стопама на краткорочне и дугорочне државне хартије, индексима на светским берзама, кретање девизних курсева, цене нафте и злата и др.) које се презентују непосредном руководству на редовним састанцима, најчешће почетком радног дана.

Графикон 9: Пример Market Intelligence извештаја Централне банке Енглеске

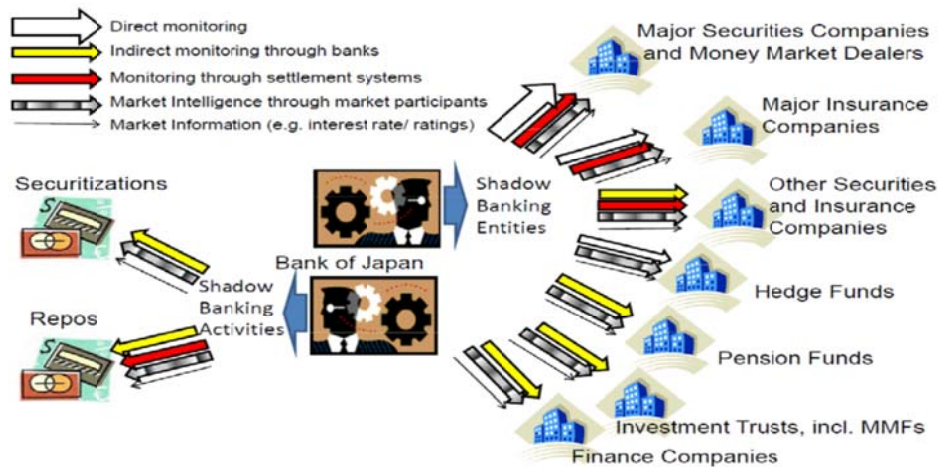


Извор: Bank of England, интерна документа.

На основу прикупљених податка израђује се коначан извештај за руководство банке који може да буде и веома кратак (у неколико реченица, фокус није на детаљима већ на кључним информацијама) с обзиром да се односи на текућа питања и проблеме. Са друге стране, резултат обраде и анализе прикупљених података могу да буду и редовни извештаји на недељном нивоу, затим извештаји за чланове комитета за монетарну политику као и делови извештаја кроз које централна банка остварује комуникацију са јавношћу (извештај о инфлацији, извештај о финансијској стабилности, месечни и квартални билтени, и др.).

О значају *Market Intelligence*-а у нпр. Централној банци Енглеске говоре подаци из годишњих извештаја ове институције, у којима се унапређење овог система у циљу још бољег разумевања највећих ризика по британски финансијски систем - наводи као један од стратегијских циљева (*Strategic Priority*) банке. На све већи значај функције *Market Intelligence*-а указује и излагање заменика гувернера централне банке Јапана

одржано августа 2012. године у Банци за међународна поравнања (BIS)⁵³, на тему различитих приступа у спровођењу ове функције.



Извор: BIS central bankers' speech, Nishimura, G.K, 2012, "Market intelligence, market information and statistics in central banking".

Слика 3: Различити приступи Market Intelligence-a

Од свих приказаних канала директно праћење одређених банкарских активности и послова повезаних са хартијама свакако је најбитније. Уз директне канале, тј. директно праћење ових активности, индиректан надзор кроз платни систем и систем клиринга такође добија на значају. Такође, преко банака се врши мониторинг и многих других компанија које банке поседују. Други важан „крџ“ *Market Intelligence-a* јесте давање повратних информација тржишту. Тако се на бази информација добијених истраживањем тржишта може израђивати и публиковати посебан преглед са новчаног тржишта који, на редовној основи, обезбеђује генералну оцену тржишних кретања, као и разлоге и механизме уласка у поједине трансакције.

3.6.2. Значај Market Intelligence функције – пример из не тако давне прошлости

Свакако да један од примера неопходности проактивног деловања свих носилаца монетарне политике представља тзв. *Paribas* шок из августа 2007, који је претходио глобалној финансијској кризи. Већ наредног радног дана рејтинг агенције *S&P* и

⁵³Nishimura, G.K, 2012, "Market intelligence, market information and statistics in central banking", BIS central bankers' speech.

Moody's су објавиле да ће спровести ревизију рејтинга одређених RMBS (*Residential Mortgage-Backed Security*) хартија издатих на бази портфолија стамбених кредита. Као последица, AAA рејтинзи ABCP (*Asset-Backed Commercial Paper*) папира издатих на бази подлоге RMBS-а су делили њихову „судбину“. Ова вест је наизглед била минимална промена на овом сегменту америчког финансијског тржишта. Нажалост, након годину дана, постало је јасно да је управо овај догађај предсатвљао епицентар глобалне финансијске кризе. Да би се снага таквог, наизглед не толико важног догађаја, разумела, неопходно је на прави начин сагледати и улогу коју фондови новчаног тржишта (*Money market funds* - MMFs) врше на америчком тржишту. Као што је већ појашњено, фондови су посебно важни за индивидуалне инвеститоре који, по правилу, не располажу са довољно средстава да би могли да купе већу количину финансијских инструмената која ће им гарантовати диверсификован портфељ, односно дисперзован ризик инвестиције. Због тога, на развијеним тржиштима, они могу своја средства уложити у фондове новчаног тржишта и тако остварити потребну диверсификацију. Ова средства су се, пре кризе, сматрала изузетно сигурним пласманима. Један од основних разлога за то јесте чињеница да су иста могла да се инвестирају само у високо-квалитетну активу са AAA кредитним рејтингом. Када је рејтинг ABCP хартија био снижен, средства фондова нису реинвестирана у ове хартије. То је узроковало банкрот фондова који су креирали ABCP, а банке које су основале те фондове су морале да надоместе неопходну ликвидност. У том моменту нису постојала сазнања који фондови, а самим тим и њихове банке, су се суочавали са озбиљним ликвидносним проблемима. Банке које су биле врло активне на међубанкарском тржишту, одједном су постале опрезне због неизвесности својих пласмана услед потенцијалног ризика партнера у трансакцији. Последице, поједине банке нису могле на тржишту да задовоље своје потребе за средствима, а каматне стопе на тржишту новца су забележиле оштар раст. На крају, реакција централних банака је била неизбежна, и иницијално се ефектуирала кроз појачање краткорочних операција обезбеђења ликвидности, да би касније попримила облике неконвенционалних мера монетарне политике.

Управо овакав исход намеће и неизбежно питање: Да ли су се догађаји који су уследили могли избећи? Или, да ли је бар било знакова да овакав след догађаја може да уследи? Накнадном анализом уочено је да су постојале одређене информације које су

носиоци монетарне политике морали да уоче и тиме спрече ескалацију финансијске кризе тих размера. Један од фактора ризика свакако је структура и квалитет активе фондова новчаног тржишта коју су чинили AAA рејтинговане АВСР хартије, издате на бази хипотекарних кредита. Јасно је да свако смањење рејтинга ове активе значи и да фондови не могу да реинвестирају средства у њих. Ипак, за саму централну банку најбитнија је требала да буде веза између ових фондова и пословних банака, као и утицај њиховог колапса на функционисање тржишта. Први знак који је могао да буде својврстан аларм за повећану позорност је растући тренд укупне активе ових фондова у првој половини 2007. године. Истовремено са растом активе смањивало се учешће најмање ризичне активе, што је указивало на раст ризичнијих пласмана. Иако се са ове временске дистанце не може рећи да ли је криза могла да се избегне да су *Market intelligence* функције биле тада подједнако важне као данас, остаје неспорна чињеница да је размера кризе могла да буде мања.

IV ЦЕНТРАЛНА БАНКА КАО РЕГУЛАТОР И ОРГАНИЗАТОР НА ТРЖИШТУ НОВЦА

4.1. ЦИЉЕВИ ЗАКОНСКОГ РЕГУЛИСАЊА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

Финансијско тржиште је настало као спонтано тржиште, тј. као резултат спонтаног деловања закона понуде и тражње. Ипак, спонтани тржишни механизам сам по себи није савршен, на шта указују бројне малверзације и финансијске кризе у историји финансијских система. Пример у прилог овој констатацији налазимо у дешавањима крајем 20-их година прошлог века када је, у условима брзог економског раста америчке привреде и бума тржишта акција који је уследио, финансијски систем погодила велика финансијска криза а америчка монетарна политика доживела неуспех. Разлог се, између осталог, може тражити и у изостанку неопходне координације активности на тржишту новца и тржишту кредита. Већ тада је постало сасвим јасно да је свеобухватна измена законске регулативе постала *sine qua non* стабилности финансијског система и ефикасности монетарне политике. Због тога карактеристике финансијских тржишта развијених земаља данас чине:

- добра и међународно усаглашена регулатива,
- велика ефикасност у мобилизацији и алокацији финансијских ресурса,
- бројни финансијски инструменти,
- добра повезаност између учесника.

Развијеност ових фактора представља битан предуслов за оптимално коришћење финансијских ресурса, равномеран економски развој земље и реализацију битних економских функција развијене тржишне привреде. У земљама у којима бар један од наведених фактора није задовољен – финансијска тржишта остају неразвијена. У том смислу, финансијско тржиште се не може успостављати и развијати уколико не постоји адекватна регулатива, када је информисаност учесника у финансијским трансакцијама непотпуна а информациона транспарентност недовољна. Због тога су временом, на бази искуствених метода, обликовани и основни циљеви који се желе постићи кроз имплементацију добре регулативе финансијског тржишта, и то:

- смањење системског ризика, односно могућности избијања финансијских криза кроз контролу пословања финансијских институција,

- заштита инвеститора кроз обезбеђење правичног, ефикасног и транспарентног тржишта.

Дакле, циљеви тела надлежних за супервизију (централна банка и/или друге надлежне институције), нису ограничени само на пруденцијалну регулацију и надзор појединачних институција, већ и на обезбеђење правичног и ефикасног тржишног функционисања, уз адекватну заштиту инвеститора и минимизирање системског ризика. Свакако, приликом дефинисања и имплементације регулаторних норми треба имати у виду да оне треба да донесу користи свим учесницима, те да превелика доза регулације може да угрози развој тржишта.

Уколико је централна банка носилац супервизијске функције, питања која су битна за адекватно организовање и спровођење те функције су следећа: власништво и управљачка структура у банкама, билансна структура, кредитна способност, развијање компетитивних односа и спречавање нелојалне конкуренције, микро-кредитна политика банака и однос између стабилности и профитабилности у пословној стратегији и политици банака. Приликом конципирања и имплементације одређеног модела супервизорства јавља се проблем усклађености између друштвено оправданог нивоа надзора и потребног степена пословне аутономије банке. Своју супервизорску функцију централна банка остварује кроз директан преглед биланса банака, повремену процену кредитне способности (редовне и ванредне контроле), анализу општих перформанси банака, обавезу банака да објављују извештаје о свом пословању а посебно о ликвидности и солвентности⁵⁴.

4.1.1. Регулација тржишта и смањење системског ризика

Успостављање адекватне регулативе над финансијским тржиштима у смислу система надлежних регулаторних институција, прописа и правила понашања, треба да омогући висок степен заштите инвеститора. Због тога, савремене финансијске системе у развијеним тржишним привредама карактерише свеобухватна регулација. Регулација тог обима резултат је потребе за изградњом и одржавањем поверења финансијских

⁵⁴ Крстић, Б., 1996, „Банкарство“, Просвета, Ниш, стр 51.

трансактора у сигурност и равноправан третман на финансијским тржиштима. Сигурност је данас основа за ефикасно функционисање финансијског тржишта јер, само тржиште на којем је имплементирана адекватна законска регулатива, представља важну полуку у процесу прикупљања финансијских средстава и ефикасној алокацији штедње. Са друге стране, ефикасан финансијски систем је основа динамичког и дугорочно одрживог привредног развоја⁵⁵.

Данас су финансијски системи једни од најбоље регулисаних сектора. Владе их регулишу из три основна разлога:

- да би се смањили системски ризици,
- обезбедило поверење тржишних трансактора и
- осигурало ефикасно функционисање финансијског система.

То се постиже кроз строго дефинисање правила ко може да постане финансијски посредник, финансијске параметре који се морају задовољити, па све до прописивања строгих захтева у погледу извештавања.

4.1.1.1. Контрола и надзор над тржиштем

Контрола и надзор над тржиштем могу бити регулисани на различит начин, у смислу институција које су носиоци регулаторне функције. Тако је, на пример, америчка Комисија за хартије од вредности (SEC – *Securities Exchange Commission*) прототип модела *функционалне регулативе* који полази од посебних обележја финансијског тржишта. У обављању својих функција SEC се ослања на делатност тзв. саморегулишућих организација, које аутономно уређују правила понашања својих чланова у оквиру општег регулаторног система. Други регулаторни модел који познаје савремена пракса, а у чијој је основи сам инвестициони процес, је *модел опште регулативе*. Он подразумева формирање институција које регулишу не само област финансијског тржишта, него и банкарско и тржиште осигурања и других финансијских услуга. Најпознатија институција овог типа била је Управа за финансијске услуге (FSA – *Financial Services Authorities*) у Великој Британији. Надлежности FSA произилазиле су из Закона о финансијским услугама и тржиштима, који регулише све финансијске

⁵⁵ Шошкић, Д., Живковић, Б., 2011, »Финансијска тржишта и институције«, Економски факултет, Београд, стр. 23.

услуге. На тај начин је омогућен јединствен механизам регулисања тржишне структуре, емисије и трговине финансијским инструментима, надзора над пословањем финансијских институција, заштите инвеститора, доношења прописа и др. Међутим, последња финансијска криза утицала је да надлежности ове управе 2013. године буду подељене на два тела од којих је тело надлежно за супервизију, постало важна „рука“ Банке Енглеске.

Све већа повезаност и међузависност националних финансијских тржишта, као и неопходност уједначавања правила пословања учесника из различитих земаља на светском финансијском тржишту, захтева и одговарајуће облике међународне регулативе. У том циљу, формирана је Међународна организација комисија за хартије од вредности (IOSCO - *International Organization of Securities Commissions*) која је надлежна за доношење међународне регулативе у области финансијских услуга. Прихватањем ове регулативе у националним законодавствима, она прераста у униформно примењена правила. На светском нивоу, најширу координацију регулаторних институција у различитим областима финансијских услуга врши Одбор за финансијску стабилност (*Financial Stability Board*) који је основан као „наследник“ Форума за финансијску стабилност (основан 1999. године). Реч је о телу које окупља представнике институција надлежних за финансијску стабилност (пре свега централних банака, министарстава финансија и националних регулаторних органа на финансијском тржишту), које промовише и координира примену међународних стандарда усвојених у области надзора над банкарским тржиштем, на тржишту осигурања, тржишту хартија и у области заштите депозита.

Без обзира о ком моделу супервизије је реч, пруденцијална контрола финансијских институција има задатак да предупреди активности које би могле да подстакну или продубе осећај неповерења учесника, и, у крајњој инстанци, доведу до раста ризика избијања финансијске панике. Као таква, пруденцијална контрола може имати неколико основних форми:

- **издавање дозвола за рад финансијским институцијама** у циљу ограничавања уласка у ову област оним институцијама који не испуњавају утврђене критеријуме. Свака област пословања финансијских институција, по правилу, има постављене

специфичне критеријуме који морају бити испуњени. Критеријуми треба да осигурају да учесници имају адекватну финансијску снагу, да поштују високе професионалне стандарде и пословну етику.

- **рестрикције у пословању**, пре свега у смислу јасног прецизирања активности којима одређене институције могу да се баве и врсте активне коју могу поседовати. Одступање од ограничења може, у изузетним условима, бити дозвољено само у ограниченом временском периоду, уз јасно навођење циљева привремених регулаторних измена. Друге форме рестрикција, изузетно, могу се односити на ограничење нпр. каматних стопа на поједине изворе средстава како би се спречио експанзивни раст њихових каматних стопа, што би даље узроковало потребу за пласирањем прикупљених средстава по вишим стопама. У контексту рестрикција у пословању треба поменути и поједине регулације трговине финансијским инструментима на организованим тржиштима који имају за циљ смањење волатилности, тј. флукуација цена финансијских инструмената али и смањење ризичности пласмана.

- **давање пословних података регулаторним телима и инвестиционој јавности**. Тачни и промптно доступни подаци о пословању могу дати индицију о потенцијалном финансијском проблему и, сходно томе, могу да подстакну надлежне регулаторне институције и тела на превентивне активности.

И поред евидентног значаја регулације финансијског тржишта, не мање важна је и јасна подела надлежности између регулаторних и надзорних тела и институција. У условима преклапања њихових надлежности могу да настану ситуације преобимне регулације; док услови нерешеног питања надлежности воде нерегулисаној појединих сегмената. Такође, регулаторна тела морају бити спремна и способна и да континуирано дорађују и унапређују прописе у складу са изазовима из праксе који долазе по основу успостављања нпр. нових облика финансијских инструмената, институција, услуга и сл. Промптним активностима надлежне институције могу да умање ризик злоупотребе и подигну ниво ефикасности финансијских тржишта.

4.1.1.2. Ризици у банкарском пословању

Банкарски сектор представља значајан сегмент финансијског система, па је и супервизија банака изузетно важна за очување стабилности финансијског система, а посредно и читаве економије. Следствено, ради даљег јачања стабилности и хармонизације са међународним принципима и стандардима из области пословања и супервизије банака, централне банке и/или надлежне регулаторне институције континуирано предузимају активности на развоју банкарских стандарда и унапређењу регулаторног оквира. Основни циљеви увођења банкарских стандарда су:

- јачање стабилности банкарског сектора и укупног финансијског система;
- унапређење процеса управљања ризицима у банкама;
- стварање јаче везе између капиталних захтева и изложености ризицима банке;
- јачање транспарентности и тржишне дисциплине;
- усклађивање са условима пословања на међународном финансијском тржишту;
- хармонизација са међународним прописима.

Дакле, свака банка се у свом пословању неминовно сусреће са различитим врстама ризика из којих могу проистећи негативни ефекти на пословање банке. Управљање ризицима у банкарском пословању обухвата идентификовање, мерење и процену ризика с циљем минимизирања њихових негативних ефеката на финансијски резултат и капитал банке. Услед тога, банка је дужна да својим актима пропише процедуре за управљање ризицима, које спроводи посебна организациона јединица.

Ризици којима је банка нарочито изложена у свом пословању су: ризик ликвидности, кредитни ризик, тржишни ризици (каматни ризик, девизни ризик и ризик од промене тржишне цене хартија од вредности, финансијских деривата и робе), ризици изложености банке, ризици улагања банке, ризици који се односе на земљу порекла лица према коме је банка изложена, оперативни ризик, правни ризик, репутациони ризик и стратешки ризик.

*Ризик ликвидности*⁵⁶ је ризик настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал банке услед неспособности банке да испуњава своје доспеле обавезе. *Кредитни ризик* је ризик неизвршавања обавеза дужника према банци.

Тржишни ризик обухвата каматни и девизни ризик. *Каматни ризик* је ризик који може настати услед промене каматних стопа, док *девизни ризик* долази од негативних промена девизног курса. Посебну врсту тржишног ризика представља *ризик од промене тржишне цене* хартија од вредности, финансијских деривата или робе којом се тргује или се може трговати на тржишту.

Ризици изложености банке обухватају ризике изложености банке према једном лицу или према групи повезаних лица, као и ризике изложености банке према лицу повезаном с банком. Са друге стране, *ризичи улагања банке* обухватају ризике њених улагања у лица која нису лица у финансијском сектору и у основна средства.

Под *ризичима који се односе на земљу порекла лица према коме је банка изложена* (ризик земље) подразумевају се негативни ефекти на финансијски резултат и капитал банке због немогућности банке да наплати потраживања од овог лица из разлога који су последица политичких, економских или социјалних прилика у земљи порекла тог лица. Ова врста ризика обухвата политичко-економски ризик и ризик трансфера средстава.

Оперативни ризик односи се на негативне ефекате који су последица пропуста у раду запослених, неодговарајућих интерних процедура и процеса, неадекватног управљања информационом и другим системима, као и непредвидивих екстерних догађаја.

Правни ризик представља могућност настанка губитака услед казни и санкција проистеклих из судских спорова по основу неиспуњавања уговорних и законских обавеза, као и услед казни и санкција изречених од стране регулаторног тела. *Репутациони ризик* се односи на могућност настанка губитака услед негативног утицаја на тржишно позиционирање банке, док *стратешки ризик* долази од непостојања дугорочне развојне компоненте у управљачком и руководећем тиму банке.

⁵⁶ Управљање ризицима у банкарском пословању; <http://www.nbs.rs>.

Дакле, банкарски сектор се у свом пословању суочава са великим бројем ризика из којих могу проистећи негативни ефекти на пословање банке, па је адекватно управљање овим ризицима постало *sine qua non* по стабилност финансијског система. На неопходност већег регулисања у домену финансијских трансакција, указала је и последња финансијска криза. Да је постојао већи степен контроле као и да су примењивана ригорознија правила за ризичније пласмане банака, криза би се свеједно десила, али не би имала размере које је на крају имала. Из тих разлога, и најраспрострањенији базелски стандарди су претрпели неколико измена, у смислу јачања макропруденцијалних мера. Управо је имплементација нових стандарда довела и до измењеног понашања банака и финансијских институција на финансијском тржишту, а пре свега тржишту новца. У том смислу, захтев да се држи високо ликвидна и мање ризична актива довео је до тога да банке повећају своје пласмане у државне хартије. Паралелно са тим, смањени су пласмани који се сматрају ризичнијим. На жалост, како је криза погодила све привредне субјекте, контракција пословања је забележена на сегменту кредитног тржишта, јер су клијенти банака ранжирани у лошије категорије са аспекта ризика.

4.1.1.3. Будућност регулативе банкарске индустрије

У ком правцу се креће регулатива банкарске индустрије? Где је њена будућност? То су питања која су данас врло актуелна, о њима се расправља на различитим местима, готово седмичном фреквенцијом. Да би се дао прави одговор на њих треба се подсетити где је регулација банкарске индустрије била пре само једне деценије. Непосредно пре уласка у XXI век у САД-у је, након седам деценија од његовог доношења, опозван *Glass-Steagall*-ов закон. Он је уведен као одговор на велику економску кризу (*Great Depression*), 1933. године, у циљу обезбеђења јасне подвојености између инвестиционог и традиционалног банкарства. Његово укидање представљало је најзначајнији корак до тада у процесима који су се крајем деведесетих и почетком 2000-е спроводили у оквиру дерегулације финансијског система. Деререгулација и финансијске иновације које су уследиле, нису помогле финансијској стабилности. Управо супротно, захтевале су далеко већу позорност у циљу очувања стабилности. Због тога су 2004. године усвојени такозвани *Basel II* стандарди

регулације банака. На жалост, они су се показали неадекватним током кризе, будући да су дозвољавали да висина капитала банака буде релативно ниска, управљање ризицима неадекватно, а да знатан део пруденцијалне функције буде препуштен рејтинг агенцијама, па посредно и самим банкама. Дакле, генерално посматрано, почетак XXI века карактерише тзв. мека регулација (*soft touch regulation*). Тако је у САД-у на снази била фрагментација регулаторног апарата на мноштво институција, често без довољне координације и јасне поделе надлежности. Иако нису све економије у то време биле мишљења да је такав приступ регулације пожељан, моћ утицаја највећих финансијских центара учинила је своје. Када су почетком кризе, 2007. године, спроведени *stress-testovi* финансијског система, недовољно регулисани систем се показао потпуно неотпорним. Тиме је само потврђено оно што је криза и показала, а то је потреба за постојањем далеко бољег система регулације. Тада је започела и свеобухватна и болна реформа регулаторног оквира. Реформа није била фокусирана на решавање ескалираних проблема током кризе, већ на успостављање чвршће регулације банкарског система која треба да смањи могућност избегања финансијске кризе. У том смислу, дефинисано је неколико циљева регулаторне реформе. Један је повећање капиталне базе банака. Већа капитализованост, а мања задуженост, гаранција су веће стабилности банкарског сектора. Велике финансијске институције, као и системски важне институције, треба учинити још отпорнијима, захтевајући од њих да имају још вишу капиталну адекватност и строжу контролу ризика. Развијају се механизми за решавање проблема у системски важним институцијама, односно механизми за њихово реструктурирање уз што мањи трошак за пореске обвезнике. Свакако да не мање важан циљ представља и регулација институција које су, директно или индиректно, повезане с банкама. Ово јер се у њима понекад спроводе активности које су директан супститут за банкарске послове, а које до сада нису биле регулисане, или су биле предмет слабије регулације, попут тзв. банкарства у сенци и трговања дериватима.

Паралелно с тим глобалним регулаторним реформама, ЕУ је кренула у сопствену реформу формирања банкарске уније на подручју еврозоне. Наиме, последица кризе у еврозони, између осталог, је и уверење да је раскидање везе између ризика банака и ризика појединих држава у којима те банке доминантно послују једини начин за одрживост монетарне уније. На заједничком европском тржишту банке су деловале транснационално док се надзор над њима спроводио на националном нивоу, без

хармонизованих критеријума надзора и дефиниција, попут нпр. дефиниције лоших пласмана. Управо због све веће потребе за јачом регулативом, ЕСВ је направила искорак у односу на своју дотадашњу политику кроз увођење јединствене супервизије (*Single Supervisory Mechanism*), тј. хомонизацију регулативе. У том циљу ЕСВ је у току 2014. године спровела свеобухватну анализу (детаљну проверу квалитета активе и стрес тестове) пословања око 130 банака које чине највећи део банкарског тржишта ЕУ, и поједине банке, посебно грчке, су морале да се ускладе са регулаторним захтевима и докапитализују након анализа. Оно што може отежати цео процес јесте чињеница да се виши капитални захтеви догађају у силазној фази финансијског циклуса, када се капитални захтеви махом попуштају, тако да делују проциклично. Ипак, то треба сагледати са аспекта анализе трошкова и користи. Трошкови меке регулације, како показује искуство, виши су од пропуштеног раста БДП-а у условима добре регулације. Свакако да остаје још велики број питања које треба решити попут заједничког осигурања депозита. “С обзиром на значај депозита у укупним банкарским пословима, и њиховој рањивости у кризним условима, шеме осигурања депозита су унапређиване у претходним деценијама као један од стубова новијег државног оквира за стабилност финансијског система⁵⁷”. Такође, врло важан део јединствене регулативе јесте и стандардизација дефиниције лоших пласмана, због дугогодишње неуједначености дефиниција, механизма оцене ризичности пласмана и потреба за резервисањима. Питање лоших пласмана посебно је актуелизовано током последње кризе јер они све више представљају кочницу новом кредитирању. Резервисања која се врше за ове пласмане блокирају капитал, и, у дугом року смањују расположивост капитала за финансирање добрих пројеката. Са друге стране, адекватно сагледавања ризика пласмана је битно и како се нови кредити не би одобрили клијентима који неће генерисати економски раст. С обзиром на значај решавања лоших пласмана по укупну економију, унапређење ефикасности правосудног система такође се намеће као императив, јер је управо регулаторни аспект честа препрека решавању питања проблематичних кредита.

Све наведено резултирало је жучним расправама о неопходности увођења тела које би било надлежно за супервизију банкарских институција у оквиру еврозоне, као и

⁵⁷ Крстић, Борко и Јелена Радојичић, „Deposit insurance as ex-ante and ex-post anti-crisis mechanism in banking“, *Economic themes*, No. 4/2012, *Economic themes*, Niš, стр. 547.

ингеренцијама које би то тело имало. Договорено је да ће ЕСВ од 2014. године директно надзирати пословање водећих банака унутар еврозоне (око 200 њих), са правом да интервенише у преосталим банкама (око 5.800), уколико се процени да је директна интервенција једина опција. Тиме је направљен искорак ка стварању европске банкарске уније. Европске банке са имовином већом од 30 млрд EUR стављене су под директну супервизорску контролу ЕСВ-а. Тај финансијски цензус испуњава знатан број француских и тек мали број немачких банака, због чега не треба да чуди што је највећи део расправе утрошен управо на премошћивање разлика између Париза и Берлина. Услед тога, као и стања у банкарским системима посматрано по земљама, аранжман сходно којем ЕСВ и Европски фонд за финансијску стабилност (тежак око 500 млрд EUR) директно помажу финансијски урушеним банкама, најмање одговара Немачкој. Насупрот томе, Шпанија, Француска и Италија се залажу за што хитнију примену тзв. директних докапитализација у циљу спасавања банака. Међутим, свака земља појединачно морала је да развије оквир за опоравак и реструктурирање банака (сходно одредбама Директиве за опоравак и реструктурирање банака), тј. да формира посебна тела и фонд који ће се махом финансирати накнадама које плаћају банке које послују на територији те земље, како би се из њега финансирало реструктурирање банака. Конкретни институционални аранжмани разликују се међу земљама, али је суштина у томе да ће на националним нивоима и даље постојати висок степен одговорности за начине понашања и управљање ризиком од стране банке.

4.1.2. Заштита инвеститора и ефикасност тржишта

Неопходност регулисања финансијског тржишта у циљу заштите инвеститора је разумљива, с обзиром на његову фундаменталну заснованост на поверењу инвеститора у стабилност и сигурност пословања финансијских институција, као и на чињеницу да оно представља својеврсну везу између садашњости и будућности.

Инвестиционе одлуке доносе се у условима неизвесности а понекад и информационе асиметрије. Асиметричне информације на финансијским тржиштима носе латентну опасност да инвеститори могу бити погођени негативном селекцијом и моралним хазардом, који могу да спрече ефикасно функционисање ових тржишта. Имајући у виду да инвеститори приликом доношења одлука о инвестирању средстава узимају у

обзир и временску димензију, односно, очекиване приносе које ће та инвестиција генерисати у будућности, губитак поверења инвеститора и скраћивање временског хоризонта могу имати за последицу појаву криза на финансијском тржишту. Криза са овог тржишта може узроковати огромне губитке, не само на том тржишту, већ и у реалној економији. Услед тога је питање равноправне доступности релевантних информација од изузетног значаја за успостављање поверења тржишних трансактора.

4.1.2.1. Отклањање ризика информационе асиметрије

Необјављивање релевантних тржишних информација може да генерише ризик негативне селекције који се јавља пре саме финансијске трансакције. Чињеница да постоји информациона асиметрија може да резултира већом волатилношћу цена финансијских инструмената или уздржаносту у погледу инвестирања. Наиме, свесни своје непотпуне информисаности, инвеститори знају да подносе додатни ризик, због чега снижавају цену коју су спремни да плате за износ ризико премије или у потпуности одустају од улагања. Са овим проблемом се далеко више суочавају мањи инвеститори којих има на тржишту новца, док институционални инвеститори махом имају добар приступ информацијама.

Проблем негативне селекције нестаје у условима које карактерише равноправна и правовремена информисаност, што се у великој мери отклања добром регулацијом која представља полазну основу за елиминацију информационе асиметрије. Њом се у основи регулише обавеза емитената финансијских инструмената да регулаторним телима достављају прецизно дефинисан обим информација, које се, након одобрења емисије финансијског инструмента, стављају на располагање заинтересованим инвеститорима. Такође, нормативним актима треба да се регулише и имплементација система транспарентног и истинитог књиговодственог извештавања као и питање објављивања информација о трговини финансијским инструментима. У том смислу, ризик негативне селекције и ризик злоупотребе се могу умањити публикавањем информација из званичних књиговодствених извештаја и инвестиционих проспеката. Други битан извор информација представљају изјаве корпоративних званичника и друге форме давања званичних информација. Не мање важне за формирање инвестиционог сентимента су и друге информације о домаћој привреди, кретањима кључних макроекономских варијабли, кретањима у одређеној привредној грани и др.

Сума сумарум, оно што је битно јесте да регулаторни и надзорни органи обезбеде да надлежне институције правовремено објављују све релевантне информације – што треба да буде и регулисано одговарајућим нормативним актима. За потребе смањења информационе асиметрије, веома важно је недвосмислено дефинисање правовремености информација. Дакле, није довољно само обезбедити информацију, већ поједини подаци попут индикативних цена или *bid-ask spread*-а морају бити доступни у реалном времену. И веома кратак *time-lag* када је у питању доступност информација може поједине инвеститоре довести у неповољнији положај, док оне који поседују информације може ставити у привилеговани положај. Овај критеријум не мора важити за све финансијске инструменте, већ извештајна правила могу бити формулисана за неке кључне сегменте тржишта где је транспарентност изузетно важна.

Бројне студије показују, тачније потврђују, да одсуство транспарентности може битно умањити интерес за инвестирање на конкретном тржишном сегменту, јер посредници могу да искористе чињеницу да потенцијални инвеститори не располажу свим потребним информацијама, те могу да покушају да обезбеде већи профит на терет клијента. То даље води расту *bid-ask spread*-а, и угрожава интегритет и правичност тржишта. Са друге стране, кроз обезбеђење нижег нивоа информационе асиметрије умањује се и потенцијална нестабилност на тржишту, повећава се потенцијал за трговање кроз нижи *bid-ask spread* и последично се обезбеђује нижа волатилност приноса на финансијске инструменте. У свему томе треба наћи и извесну меру у смислу да се финансијски субјекти не оптерете са превише извештајних образаца и обавеза, тј. да извештавање само по себи не постане циљ, а да се у мору података изгуби осећај за правовремено објављивање релевантних података. Другим речима, не треба губити из вида да финансијска регулатива треба да буде дизајнирана и имплементирана на начин да се избегну евентуални негативни ефекти који могу доћи и од превелике транспарентности. У том смислу, централне банке могу бити директно укључене у рад група које се односе на извештајне захтеве са појединих тржишних сегмената, како би се идентификовао сет кључних тржишних информација битних за доношење одлука. Тако се нпр. посебним директивама попут *MiFID 1 (Markets in Financial Instrument Directive 1)* дефинишу pre- и post- трговачки информациони захтеви за најразличитије финансијске инструменте, како би се процес формирања

њихове цене учинио транспарентнијим. Пре свега се мисли на обезбеђење података о котацијама и дубини тржишта (пред-трговински циклус) и података о реализованим ценама и обимима (пост-трговински циклус). Тиме се обезбеђује већа транспарентност на тржиштима која су покривена овом директивом. Акцент је на минималном сету потребних информација, јер превелика количина података може само да оптерети доношење одлука. Исто тако, неки кључни играчи на тржишту налазе да им је теже да закључе велике трансакције у условима када су све информације познате јавности, јер је тада маневарски простор за разне врсте „цењкања“ битно сужен. Управо ове чињенице треба да имају у виду креатори регулаторних захтева, како би се постигао ниво транспарентности који обезбеђује адекватну заштиту инвеститора али и ефикасно функционисање тржишта.

С обзиром да је правовремена и равномерна дистрибуција ценовно осетљивих информација важан сегмент тржишне инфраструктуре, и саме централне банке настоје да, кроз различите електронске сервисе попут *Bloomberg-a*, *Reuters-a* и свог веб сајта промптно објављују све релевантне информације о својим операцијама.

4.1.2.2. Заштита инвеститора

Регулаторна и надзорна тела могу да предузму велики број активности и мера у циљу заштите инвеститора на домаћем финансијском тржишту. Неке од кључних мера идентификованих током дугогодишње праксе су:

- рестрикције за улазак на тржиште институцијама које не испуњавају неопходне минималне критеријуме који, између осталих, укључују и финансијско „здравље“ и компетенцију. Поред тога, од финансијских саветника и трговаца се може тражити полагање посебних стручних испита за одређене области. Тако нпр. у УК све институције које су предмет супервизијског надзора морају да послују у складу са принципима дефинисаним у режиму „Правично поступање са клијентима“ (*Treating Customers Fairly*). Кроз такву праксу регулатор настоји да обезбеди правичност за клијенте финансијских институција током трајања финансијског аранжмана, а не само у моменту продаје финансијског производа. Од финансијских институција се може захтевати и обезбеђење документације са кључним чињеницама о производима (*Key Facts*), укључујући и ризике које

финансијски производ носи. Таквим поступањем обезбеђује се фокус супервизије на микро нивоу. Добра микро супервизија треба да буде повезана са макро супервизијом, а све у циљу заштите система и избегавања настанка криза. У том смислу, чак и када супервизија није у њеној надлежности, централна банка треба да надзире стабилност тржишта као целине и да сарађује са телима надлежним за супервизију. Не ретко, између њих се успоставља својеврстан меморандум о разумевању којим се дефинишу начини и процедуре сагледавања ризика у систему. Улога централне банке у праћењу тржишта је иста уколико централна банка врши функцију супервизора, али је њена улога у смислу изрицања и предузимања мера далеко већа.

- поред класичне супервизијске улоге, централна банка може имати улогу и активног тржишног „посматрача“, у неформалном облику или пак кроз формализованије форме. У том смислу она може учествовати у раду радних група чији је циљ успостављање одређених стандарда или имплементација најбоље светске праксе (*codes of best practice*) на тржишту новца. Ти стандарди су махом засновани на добровољној бази и као такви омогућавају већу флексибилност у односу на регулаторне захтеве. С обзиром да њихова примена значи и већи степен сигурности, тржишни учесници најчешће неће улазити у трансакције са уговорним странама које се не придржавају тих стандарда, без обзира што су исти добровољни. Свакако да би стандарди могли да се имплементирају и без присуства централне банке. Ипак, чињеница да су у доношењу стандарда учествовали и представници централне банке, као и њена „снага“ да на неутралном терену окупи све учеснике, може убрзати целокупан процес. Са друге стране сама централна банка има велики интерес да тржиште функционише ефикасно и да учесници на истом буду заштићени. Тако нпр. Банка Енглеске председава Комитетом за позајмице хартија и репо трансакције (*Securities Lending and Repo Committee - SLRC*) који је основан 1990. Реч је о комитету који повезује учеснике у међународним репо трансакцијама хартијама од вредности са телом надлежним за финансијску супервизију, системом за салдирање трансакција, клириншком кућом, берзом, управом за јавни дуг и пореским органима. На комитету се, током кварталних састанака, анализира развој конкретних тржишних сегмената и одобрава објављивање релевантних

публикација. Поред тога, не мање важно је и учествовање Банке Енглеске у председавању Групом за развој стерлиншког тржишта новца (*Sterling Money Market Liaison Group* - MMLG) која је основана 1999. године. Група се састоји од представника тржишних учесника, удружења трговаца финансијским инструментима и представника власти. Састанци се организују кварталном динамиком и на њима се разматрају тржишна и структурна питања од значаја за развој тржишта новца, а у зависности од актуелних и очекиваних тржишних кретања на домаћем и међународном тржишту. Ту се убрајају и питања колатерала за трансакције на тржишту новца, репо трансакције, питања тржишне инфраструктуре, финансирање појединих сектора и слично. Са друге стране, на мање развијеним тржиштима пожељно је да централна банка, до потпуног развоја тржишта, има формалнији облик надзора над тржиштем новца.

- заштита кроз обавезну шему осигурања депозита. Суштина шеме је постојање посебног тела које ће, у случају банкрутства банке, измирити обавезе по основу положеног депозита. Фонд функционише тако што се законом регулише горња граница (лимит) за гарантовани износ депозита по једном клијенту. Законом треба дефинисати и начин финансирања овог фонда, институције надлежне за надзор његовог пословања, критеријуме пословања које фонд мора испунити и сл. Постојање таквог фонда сматра се важним са аспекта заштите инвеститора, али и њихових мотива да послују на конкретном тржишту. Другим речима, одсуство шеме осигурања депозита може бити разлог за неулазак инвеститора на одређена тржишта. Како би се спречио „бег“ депозита током светске финансијске кризе, многе земље су повећавале лимит за гарантовани износ депозита, док су земље које нису имале ове шеме приступиле њиховом увођењу.
- увођење едукативних програма за инвеститоре у циљу њиховог већег преузимања одговорности по питању заштите од финансијских ризика. Не ретко, имплементирају се националне стратегије за подизање финансијске писмености и заштиту корисника финансијских услуга.

4.2. ОРГАНИЗОВАНО ТРЖИШТЕ НОВЦА

Организовано тржиште новца подразумева формирање свеобухватног комуникационог и информационог система за електронско трговање краткорочним финансијским инструментима. Закључивање трансакција врши се у складу са строго дефинисаним процедурама и правилима, тј. права и обавезе учесника на тржишту су јасно прецизиране. Постојање таквог тржишта подразумева низ предности:

- бржи трансфер новца;
- концентрација понуде и тражње на једном месту, што доприноси њиховом бржем „упаривању“ и ефикаснијој алокацији капитала;
- формирање јединствене тржишне цене за сваки инструмент;
- нижи трансакциони трошкови;
- лакша контрола и ефикасније обезбеђење финансијске дисциплине банака;
- боља повезаност између трансакција у локалној и страној валути;
- јединствена евиденција о кретању новчаних токова;
- боље праћење и прогнозирање кретања на новчаном тржишту;
- ефикасније спровођење операција на отвореном тржишту и управљање каматним стопама.

С обзиром на значај овог тржишног сегмента за трансмисију мера монетарне политике, сасвим је разумљиво да централна банка настоји да подржи његов развој. Наравно, канали њеног утицаја варирају током времена, сходно фазном развоју тржишта. У условима када централна банка нема законско овлашћење за организовање тржишта новца, прихватање њених предлога базира се на добровољној основи учесника на тржишту. У таквом амбијенту, капацитет централне банке да утиче на тржиште у великој мери је опредељен њеним кредибилитетом, а њен ангажман махом се своди на пружање стручне помоћи банкама, посебно у инцирању и изради:

- правног оквира (законски основ за организовање и рад тржишта новца);
- регулаторног оквира (дефинисање начина рада тржишта новца, критеријума за учествовање на тржишту, права и обавеза учесника, начина обављања купопродајних трансакција, поступака у вези клиринга и салдирања по основу купопродајних трансакција итд.);

- технолошког оквира за ефикасно функционисање јединственог тржишта новца (електронска платформа; клиринг и салдирање трансакција).

Дакле, улога централне банке која се односи на рад тржишта новца а која би могла бити од посебне важности у почетним фазама развоја тржишта, односи се на прописивање критеријума учествовања на тржишту (нпр. кредитна способност учесника, технолошка опремљеност), утврђивање висине гарантног депозита, дефинисање листе дозвољеног колатерала који би служио као гаранција извршавања уговорених обавеза, утврђивање дневног обима трансакција за поједине врсте трансакције, и др. Са развојем тржишта улога централне банке се постепено смањује искључиво на надзорну функцију или функцију посматрача тржишта.

Поред тога, један од канала утицаја централне банке на успостављање организованог тржишта новца јесте и развој тржишне инфраструктуре. Наравно, развијена инфраструктура сама по себи није довољна за генерисање ликвидности на тржишту, али, без ње неће бити ни битнијег развоја тржишта. Због тога, као и у случају робног тржишта, где се трговање углавном одвија на познатим локацијама у регуларно време, што доприноси његовој ефикасности, исто важи и за трансакције финансијским инструментима. Са друге стране, неке трговине ће се и даље одвијати билатерално, ван електронских система. Битно је, ипак, у циљу јачања поступка формирања цене, обезбедити бар централизовано пријављивање цена закључених трансакција. Управо у том домену, у раним фазама развоја тржишта, улога централне банке може бити значајна. Она може обезбедити или подржати одређени електронски систем за трговање и инсистирати да се сва већа трговања, или бар трговања између специјализованих посредника, обављају преко тог система. Који ће се механизам, платформа и структура користити за трговање конкретном врстом активе зависи од стандардизације тог типа активе, бројности и софистицираности тржишних учесника, али и регулативе и висине трансакционих трошкова (трошкови на организованом тржишту могу бити далеко нижи у поређењу са неорганизованим). Платформа која се најчешће прва развија је систем за електронско трговање државним хартијама од вредности. Потом се развија систем за међубанкарске депозите, али и трговину девизама. Реч је о инструментима који постоје чак и у почетним фазама развоја тржишта. Тако је данас најзаступљенија платформа за трговање државних хартијама

MTS а девизама *EBS*. Са друге стране, увођење *order-matching* система за мање ликвидне инструменте може донети веће трошкове него користи, и ту се већа корист може остварити кроз *market making* систем. Са променама преференција тржишних учесника и развојем технологије, трговање се може лако мигрирати са једне на другу платформу. Ипак треба имати у виду да паралелно постојање неколико платформи за трговање истим инструментима није одрживо на дужи рок. То не значи да на тржишту треба да постоји искључиво једна платформа или једно место за трговање. За развој конкуренције битно је да се омогући да се трансакције одвијају како на берзи тако и *OTC* тржишту, чиме се умањује ризик стварања монопола. Али, постојање више од једне берзе тешко да ће бити одрживо уколико не постоји јасно разграничење између њих у смислу циљева и инструмената, јер ће највећи део токова ићи ка тржишту које је ефикасније. Централна банка ту може имати значајну сваеодавну а понекад и регулаторну улогу, посебно у почетним фазама развоја организованог тржишта.

Увођење електронског система за трговање омогућава и централизовано формирање јединствених цена за исту врсту финансијског инструмента. Тиме се обезбеђује транспарентност овог тржишног сегмента, што може поправити ликвидност на тржишту. Због тога је пожељно да закључене цене са последњих трансакција као и актуелне индикативне цене и *bid-ask* котације буду доступне јавно, по могућству у електронском облику кад год је то могуће. Учесници на тржишту ће бити спремнији да закључују трансакције уколико знају да их обављају по „доброј“ цени, као и да ће моћи да закључе трансакцију супротног смера, такође по прихватљивој цени. Постојање оваквог система враћа поверење у систем. Ово јер се нпр. каматне стопе на депозите за сектор привреде и становништва могу битно разликовати у поређењу са стопама у међубанкарским трансакцијама. Са друге стране, на хомогеним тржиштима, ови сектори очекују да њихови приноси на пласмане у финансијске инструменте попут нпр. краткорочних хартија буду исти као и за веће инвеститоре. У том смислу већи је и интерес за објављивање тих цена у поређењу са подацима са међубанкарског тржишта. Увођење електронског система за трговање којем централна банка има приступ донело би користи и централној банци, кроз сталан увид у кретања на тржишту новца. То јој потом даје арсенал за дефинисање правовремене интервенције одговарајућим мерама монетарног регулисања, а ради остваривања утврђених циљева монетарне политике. Паралелно, могу се увести и стриктна правила у смислу времена предвиђеног за

трговање, начина котирања цена и сл. Временом се рестрикције постепено укидају, како не би угрожавале тржишни развој.

Не мање важан за формирање организованог тржишта новца јесте и систем за клиринг и салдирање, који треба да обезбеди сигурно салдирање обавеза и потраживања по основу закључених трансакција. Постојање поверења у систем и његову ефикасност и заштиту је важно у поступку развоја тржишта, јер уколико трансактори верују да се могу суочити са ризиком губитка финансијских средстава или кашњења у извршавању трансакција, могу одустати од ње. Свакако, платни систем не мора нужно бити под окриљем централне банке, али је пракса показала да је то најоптималније решење. Централне банке се временом опредељују за имплементацију и развој *Real Time Gross Settlement* (RTGS) система који подразумева салдирање новчаних трансакција током целог дана, тј. у периоду предвиђеном териминским планом. Учешће у овом систему углавном је ограничено на банке. Трансакција се сматра реализованом тек када је банка која је дала платни налог добила потврду да је трансакција извршена, чиме се отклања могућност ризика салдирања. Такав систем је супротан претходним системима када су платни налози слати у раним јутарњим часовима, а извршавани тек на крају радног дана. Тада банке нису у току дана могле поуздано да знају своју позицију ликвидности, због чега су биле суздржане у погледу закључења појединих трансакција. Тако је нпр. функционисао платни систем у Енглеској за велике трансакције (*CHAPS*) када је иницијално уведен. Банке су током дана размењивале поруке за плаћања, али је салдирање вршено на мултилатералној бази по нето принципу тек на крају дана. У таквом систему није постојао механизам за спровођење контроле међусобне изложености учесника у платним трансакцијама. Уколико на крају дана банка нема довољно средстава за извршење свих трансакција, била је приморана да користи сталну олакшицу од централне банке, која носи казнене каматне стопе. Постојање платног система у којем се платни налози спроводе у реалном времену по бруто принципу даје банкама шири простор за слободнији улазак у међубанкарске трансакције, уз нижу волатилност каматних стопа услед мање неизвесности.

И ефикасан и поуздан систем салдирања хартија такође може бити у функцији подршке процесу трговања и ликвидности тржишта. Тако нпр. трансактор може да заузме кратку позицију у одређеној хартији (прода је и пре него што је има у свом

портфељу) очекујући да је у врло кратком року може купити на тржишту. Уколико систем није ефикасан и процес салдирања се одужи, овакав редослед активности може резултирати низом неизвршених трансакција. Управо дематеријализација хартија, тј. прелазак на њихову евиденцију у електронској форми, омогућава увођење DvP (*Delivery versus Payment*) система салдирања трансакција, који подразумева да се пренос хартија врши истовремено са преносом новчаних средстава. У многим земљама је раст секундарног трговања уследио управо након увођења централизованог *book-entry* система вођења хартија и DvP система плаћања. Овај систем је важан и за развој репо уговора у којима хартије имају улогу валидног колатерала у финансијској трансакцији. У некој наредној фази развоја тржишта уводе се и тзв. *custody* рачуни хартија од вредности који подразумевају да се клијенти обраћају финансијској институцији, која за то има дозволу, да у њихово име и за њихов рачун врши трговање финансијским инструментима. Тада мали инвеститори морају имати поверење у пружаоце кастоди услуга, који ће се појављивати као власници хартија које се воде на кастоди рачунима. И у овом сегменту, као и случају развоја платног система, централна банка може бити један од носилаца послова. У почетим фазама регистар хартија може бити под окриљем централне банке, а онда се постепено измештати ван ње. Пример за то је Банка Енглеске која је основала *CREST* систем 1996. године, који је данас интегрисан у *Euroclear*. У појединим земљама регистар државних хартија и хартија централне банке се ни у каснијој фази развоја тржишта не измешта изван централне банке, јер се аутоматски увид у власништво на овим хартијама сматра ефикаснијим са аспекта оперативног спровођења монетарне политике и политике управљања јавним дугом.

Коначно, не мање важна са аспекта развоја организованог тржишта су и правила трговања и регулаторна акта. У посебном делу који се односи на регулацију тржишта указано је на значај регулације по развој тржишта. У том смислу наглашено је и да укупна регулација треба да буде постављена тако да минимизира ризик у систему, али и да буде подстицајна за развој тржишта. Централне банке могу бити од велике користи управо у овом сегменту, у смислу израде и имплементације генералне документације у складу са најбољом светском праксом, а уважавајући специфичности локалног тржишта. У уговорима о финансијским трансакцијама треба да буду наведене све битне информације попут конвенције о броју дана, методама обрачуна камате (чиста или прљава цена), али и начин намирења потраживања у случају да дужник (или

емитент хартије) банкротира. Са растом обима трговања ослањање на стандардизоване уговоре сходно врсти трансакције и финансијског инструмента намеће се као императив, посебно уколико трансакција захтева примену међународне регулативе. Тада је битно да се унапред зна чија регулаторна акта су меродавна у случају конкретне трансакције. Наравно, учесници у трансакцији морају проверити спроводљивост те регулативе у држави јурисдикције. Управо ту долази до изражаја значај мастер (генералних) уговора. Они имају функцију својеврсног „кишобрана“ за одређену врсту трансакције конкретним финансијским инструментом. Услед тога се примена стандардизованих уговора сматра трошковно далеко прихватљивијом опцијом у поређењу са изработом специфичних појединачних уговора за конкретну трансакцију. Тако на међународном репо тржишту доминира *ISMA/TBMA Global Master Repurchase Agreement* (GMRA) који је израђен од стране две асоцијације (*International Securities Market Association* – ISMA и *The Bond Market Association* - TBMA). Поред њих, у употреби је и *European Master Agreement* (ЕМА) израђени од стране *European Banking Federation's*. Велики број централних банака користи неку мање или више прилагођену верзију ових уговора приликом спровођења својих монетарних операција. Ове „мустре“ се даље могу, уз извесне модификације, користити и у банкарској индустрији.

4.2.1. Пример формирања тржишта новца као независне и самосталне институције

Поред трговања неосигураним депозитима у локалној валути, функционисање тржишта новца заснива се и на осталим инструментима које би требало постепено уводити, а у зависности од фазе у развоју тржишта. У том смислу, временом се развијају и међубанкарске репо трансакције, секундарне трансакције са краткорочним хартијама, валутне трансакције (трајне, своп, форвард), каматне „своп“ трансакције и др. Због тога се у пракси све чешће могу наћи примери организованих тржишта на којима се преко електронске платформе, поред трговања неосигураним депозитима, обављају и осигуране трансакције – репо трансакције, трговина валутама, трансакције са финансијским дериватима тржишта новца (каматни своп, валутни фјучерси и опције), колатерализоване трансакције. Главни разлог што се овим инструментима све више тргује преко организованих тржишта - електронских платформи за трговање, је сложеност трансакције с обзиром на ризик салдирања и управљања ризиком који оне

носе. За учеснике је једноставније да неко „трећи“, ко је сепцијализован за ту врсту посла, води рачуна о извршењу уговорених обавеза, да дневно обрачунава вредност колатерала у трансакцији и да се стара да се клиринг и салдирање трансакције изврше на сигуран и ефикасан начин.

И инострана искуства показују да је, дугорочно посматрано, фазни развој организованог тржишта новца најприхватљивије решење. Иницијални организатор тржишта може бити централна банка, али временом се оно мора формирати као самостална институција која ће се развијати ван оквира централне банке. Централна банка свакако остаје да пружа подршку његовом функционисању кроз бројне канале попут регулаторних, саветодавних, технолошких и сл.

Један од правих примера организованог тржишта новца јесте *e-MID* (систем електронског трговања жиралним новцем) који је 1990. године основан на иницијативу Централне банке Италије, пословних банака и Удружења банака Италије. Основано је с циљем обезбеђења лакшег управљања ликвидношћу. Иако је Централна банка Италије била један од оснивача и иницијатора *e-MID*-а, она данас има само надзорну улогу у раду овог тржишта које функционише на принципима организованог тржишта, што значи да су услови учествовања, трговања, клиринга и салдирања строго утврђени.

Фазни развој овог тржишта текао је следећом динамиком:

- **1990:** уведен је *e-MID* као платформа за међубанкарске депозите у лирама. **1992.** године *e-MID* је повезан са домаћим платним системом чиме је омогућено аутоматско салдирање закључених трансакција.
- **1999:** тржиште је приватизовано и формирана је компанија *e-MID* (сада *e-MID SIM*). Сви производи су ре-деноминирани у заједничку валуту, а трансакције су проширене тако да укључују и међународне. Временом су се у трговање укључиле банке из великог броја европских земаља и САД-а, које преко електронске платформе обављају трговање депозитима. Стандардни уговори за међубанкарске депозите који су предмет трговања су: *o/n – overnight* (T+0), *t/n – tomorrow next* (T+1), *s/n – spot next* (T+2), као и временски депозити (*time deposits*) на рокове 1w, 2w, 3w, 1m, 3m, 6m, 9m, 1y. Поред стандардних рочности, могу се закључвати и трансакције нестандартних рочности (*broken*

dates). У зависности од врсте уговора, тј. „рочности трансакције“ за коју су заинтересовани, учесници у систем трговања уносе понуду и/или тражњу које су у складу са утврђеним лимитима (минималан износ понуде који је једнак за све учеснике и максималан износ понуде који може да буде различит у зависности од кредибилитета учесника). Такође се уносе и количина и цена (каматна стопа) за конкретан финансијски инструмент. Уговори се могу закључити на два начина. Учесник може директно да се обрати другом учеснику са понудом (*Request for Quote*) за куповину (*bid*), односно продају (*ask*) средстава. Понуда мора брзо тј. у ограниченом временском периоду да се прихвати од стране другог учесника како би се уговор закључио. Ова врста трансакције се практично обавља ван главног тржишта. Други начин се заснива на аутоматском закључењу уговора што значи да систем за трговање по одређеном алгоритму „упарује“ понуде и тражње учесника. Може се рећи да наведени облик трговања представља форму „*order-driven*“ тржишта с обзиром на чињеницу да се понуда и тражња учесника уносе у централизовану „књигу понуда“ хронолошким редом, а упаривање и закључивање трансакција се врши на основу унапред дефинисаног алгоритма. На „табли“ за трговање приказују се подаци о учесницима у трговању, што систем чини транспарентним.

- **2000**⁵⁸: развијен је *e-MIDER* за дериватне OIS трансакције (*Overnight Indexed Swaps Market*). Као такав, овај тржишни сегмент се сматра природном допуном класичном тржишту међубанкарских депозита (*e-MID*). Уведене су и неке нове могућности попут посебних страница за "велике послове" са минималним износима трговања од 100 млн EUR. Број учесника из главних европских финансијских центара је повећан, као и ликвидност и дубина тржишта (сужен је *bid-ask spread*). Данас су правила трговања на овом тржишном сегменту усаглашена са *EMIR* регулативом (*European Market Infrastructure Regulation*) развијеном у циљу обезбеђења веће стабилности на OTC евро тржиштима и актима којима се регулишу фјучерси (*MiFID II - Markets in Financial Instruments Directive* и *MiFIR - Markets in Financial Investments Regulation*).
- **2001 - 2006**: палета депозита је проширена тако да укључи и доларске трансакције и трансакције деноминоване у британским фунтама. Уведене су технолошке иновације и нови производи у оквиру *e-MIDER*-а, а број земаља и

⁵⁸ www.e-mid.it/about-us.

учесника који тргују преко *e-MID*-а је повећан. У публикацији "*Euro Money Market Study 2006*" објављеној од стране ЕЦБ-а наводи се податак да је од укупног обима неосигураних међубанкарских трансакција које су у 2006. години закључене на евротржишту, чак 17% закључено преко овог тржишта.

- **2007 - 2008:** *e-MID* је повезан са TARGET2 платним системом што је омогућило салдирање трансакција у реалном времену на евро тржишту, а унапређени су и канали комуникације са клијентима, посебно за билатерално трговање.
- **2009:** У сарадњи са Централном банком Италије развијено је *MIC* тржиште (*Collateralised Interbank Market*) за колатерализоване трансакције, које омогућава потпуно анонимно закључивање трансакција, што је добро јер смањује репутациони ризик. Током 2010. године *MIC* је замењен са *New MIC* системом, сталним тржиштем за колатерализовано трговање евро депозитима уз гаранције од стране Централне банке Италије (у почетној фази рада овог сегмента централна банка је пружала гаранције за ове трансакције, у складу са одређеним критеријумима). Централна банка Италије је подржала развој овог тржишног сегмента како би се подстакла рочна диверсификација трговања по процедурама које минимизирају кредитни и ризик ликвидности, у периоду када је криза узимала свој „данак“. Иницијална улога централне банке на новом тржишном сегменту је била сконцентрисана на проверу вредности колатерала, верификацију спроведених трансакција у смислу поштовања успостављених правила трговања, али и обезбеђење промптног салдирања трансакције чак и у случају да једна од уговорних страна не изврши своју обавезу. Овај тржишни сегмент је био „отворен“ за банке које послују на територији Италије. Касније је омогућено учешће и међународним учесницима, под условом да задовољавају строго дефинисане услове. Сам механизам гаранција је касније проширен на све чланове тржишта (заједничка шема осигурања и поделе ризика, до одређеног нивоа). Колатерал пулинг систем подржан је од стране *Cassa di Compensazione e Garanzia* (CC&G) која обезбеђује *central counterparty* услугу, а листа колатерала за трансакције на овом сегменту иста је као листа колатерала за монетарне операције Централне банке Италије. Купци и продавци своје пословање обављају преко *CC&G*, која је гарант извршења трансакција на *New MIC* сегменту тржишта, чиме се обезбеђује анонимност трансакција. Захваљујући систему гаранција трансакције закључене преко овог сегмента тржишта имају

нижи кредитни и ризик ликвидности. Данас се трансакције које се закључују на овом тржишном сегменту сматрају добром алтернативом за репо трансакције.

- **2011:** *e-MID* је развио *e-MID Repo*, тржиште за *buy-sell backs* и класичне репо трансакције државним хартијама, корпоративним обвезницама, покривеним обвезницама и ABS-ом. Систем обезбеђује да се трансакције могу закључивати као специјални репо уговори или могу бити део једне заједничке „корпе“ у оквиру генералних репо уговора. Гаранцију за закључене трансакције такође обезбеђује CC&G, која се јавља и као гарант за трансакције на *New MIC* делу тржишта. Обезбеђена је повезаност са регистром хартија *Monte Titoli* а остварена је и конекција са другим регистрима ван Италије, што омогућава брз и сигуран клиринг и салдирање трансакција.

Пре избијања светске финансијске кризе на овом тржишту се закључивао велики број трансакција евротржишта новца. Током кризе и ово тржиште је било захваћено општим глобалним трендовима у смислу контракције ликвидности и растућих ризика. Тек 2012. године компанија *e-MID SIM* је почела да обнавља своју улогу провајдера услуга финансијским институцијама и трговцима. Извршен је и прелазак на нову локацију, а поправљене су и техничке карактеристике система, што је резултирало нижим оперативним трошковима. Централна банка Италије која је учествовала у формирању овог тржишта данас има надзорну и регулаторну улогу у његовом пословању. Централна банка проверава испуњеност услова од стране потенцијалних учесника на тржишту, док *e-MID SIM* доставља централној банци новости, документацију и податке у вези учесника и трговања оствареног на тржишту.

4.3. ПРИМАРНИ ДИЛЕРИ И МАРКЕТ МЕЈКЕРИ НА ТРЖИШТУ НОВЦА

Историја развоја централног банкарства донела је бројне новине у функционисању тржишта државних хартија и спровођењу монетарних операција. Једна од њих је и увођење система примарних дилера и маркет мејкера. Данас се многе земље приликом продаје државних хартија од вредности, директно на државним аукцијама или кроз операције са централном банком, ослањају на групу специјализованих посредника. Реч је о финансијским институцијама које имају одређене обавезе и привилегије у процесу креирања и развоја тржишта државних обвезница. Они се генерално зову примарни дилери, што је одомаћен назив за ову групу у САД-у, где је њихова активност и

најзначајнија. Поред тога, они се називају и *market-maker* група. На тржишту државних хартија од вредности у УК они су познати као GEMMs (*Gilt-edged maket-makers*, где *gilt-edged* представља термин који се односи на државне хартије), док се у Француској они зову специјалистима трезорских хартија.

4.3.1. Избор групе примарних дилера

На развијеним тржиштима попут САД, Велике Британије, Француске, Италије, Шпаније, Канаде, примарним дилерима се додељује званичан статус кроз систем датих дозвола, тј. статус примарног дилера се одобрава сходно строго дефинисаним условима. Добијена дозвола обнавља се сходно уређеној динамици. Насупрот њима, у Аустралији, Немачкој, Јапану, Холандији, Новом Зеланду не постоји строго формализована група примарних дилера, иако постоји група трансактора која сарађује у дистрибуцији и развоју тржишта државних хартија на неформалан начин.

У земљама у којима су правила за њихов избор строго формализована, генералне критеријуме за избор и обнављање лиценце примарног дилера чине:

- билансна сума, тј. финансијски капацитет институције. Обично се захтева задовољавање услова у смислу минималног износа нето капитала.
- тржишна активност. Већина земаља инсистира на активном присуству потенцијалног дилера на тржишту државних хартија од вредности, али се детаљи често разликују. Тако се у Француској од њих захтева одржавање минималног тржишног удела и њихова активност се пажљиво прати, док у Великој Британији постоји само захтев за сталним присуством на тржишту које се изражава више квалитативно него квантитативно. Поред тога, ту су и захтеви у погледу активности на секундарном тржишту у смислу обима трговања за свој рачун и за рачун клијената. Од њих се очекује и да истовремено котирају куповне и продајне цене (функција *market-maker-a*).
- адекватан управљачки капацитет и технолошка оспособљеност. Од финансијских институција - потенцијалних дилера, не ретко се захтева да имају стручан менаџмент, компетентно особље за трговање државним обвезницама, ефикасну информациону подршку при обављању ових послова и разумевање канале за

дистрибуцију хартија. Неке земље траже и доказе личних и професионалних компетенција директора и главног дилера, пре него што финансијској институцији дају одобрење за пословање у својству примарног дилера. Поред тога, не ретки су и захтеви у погледу аналитичких и саветодавних потенцијала институције.

- односи са властима. Примарни дилери морају да обезбеде одговарајуће информације носиоцима економске политике. Овај захтев такође варира од земље до земље. У Великој Британији он се изражава као сагласност примарног дилера да дневно извештава централну банку о својим редовним активностима, а по потреби да обезбеђује и додатне извештаје уколико се процени да је неопходно. Обезбеђивање оперативних информација, попут цена и обима трговања, важно је свим тржишним учесницима, а не само емитенту хартија.

Избор групе дилера који је базиран на напред наведеним критеријумима, обезбеђује да се изврши избор посредника са најбољим дистрибутивним капацитетима, као и да се њихови капацитети користе на најефикаснији начин.

Данас велики број централних банака развијених земаља обавља операције на тржишту новца преко ове групе посредника. Пракса је показала да овај систем може бити ефикасан у банкарским системима са великим бројем банака и развијеним тржиштима, јер помаже у отклањању могућности стварања олигопола. Пример централне банке која је превасходно усмерена на спровођење својих операција на тржишту са групом примарних дилера је амерички *Fed*. Примарни дилери су учесници у тржишним операцијама *Fed*-а путем којих се имплементира монетарна политика. Ова улога подразумева њихове обавезе да: (i) стално учествују у операцијама на отвореном тржишту које се спроводе у складу са циљевима *Fed*-а; (ii) обезбеде трговачком одељењу *Fed*-а тржишне информације и анализе које могу бити важне са аспекта формулисања и спровођења монетарне политике. Дакле, овој групи је дозвољено да купују државне хартије од вредности директно од *Fed*-а, али, заузврат, пред њих се поставља захтев одржавања сталних тржишта за дуг америчког Трезора. Другим речима, примарни дилери у својству купаца имају обавезу да одржавају одређени обим промета, тј. да активно тргују државним хартијама између себе као и са својим клијентима. Од њих се очекује и да котирају коректне цене.

У периоду од 2000. године највеће промене на листама примарних дилера настале су у периоду након ескалације финансијске кризе, када су критеријуми за избор и задржавање позиције примарног дилера ревидирани, тј. поштрени од стране *Fed*-а. Један од параметара који је био предмет ревизије је минимални нето капитални захтев, који је повећан са 50 млн УСД на 150 млн УСД. Измењени (поштрени) су и захтеви у погледу начина и структуре извештавања о пословању дилера. Током 2010. године листу примарних дилера чинило је 18 учесника, при чему је у току године било извесних промена на листи, али је њихов укупан број остао непромењен. Од 2011. године листу је чинио 21 дилер, а махом су то била одељења комерцијалних банака која припадају великим новчаним центрима у САД и небанкарски дилери, а 2014. додат је још један учесник и број је повећан на 22 (на свом сајту *Fed* објављује све податке о променама листе учесника и услова за примарне дилере).

Bank of Nova Scotia, New York Agency
BMO Capital Markets Corp.
BNP Paribas Securities Corp.
Barclays Capital Inc.
Cantor Fitzgerald & Co.
Citigroup Global Markets Inc.
Credit Suisse Securities (USA) LLC
Daiwa Capital Markets America Inc.
Deutsche Bank Securities Inc.
Goldman, Sachs & Co.
HSBC Securities (USA) Inc.
Jefferies & Company, Inc.
J.P. Morgan Securities LLC
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated
Mizuho Securities USA Inc.
Morgan Stanley & Co. Incorporated
Nomura Securities International, Inc.
RBC Capital Markets, LLC
RBS Securities Inc.
SG Americas Securities, LLC
TD Securities (USA) LLC
UBS Securities LLC.

Листа 1: Листа примарних дилера Fed-а, сајт FED-а,
http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html#tabs-1.

4.3.2. Стране финансијске институције као примарни дилери

Једно од питања које треба прецизирати јесте и дозвола за учешће страних финансијских институција као примарних дилера на домаћем тржишту. Аргументи који су се временом издвојили у прилог њиховог учешћа:

- уколико су тржишта капитала, а нарочито тржишта државних хартија од вредности недовољно ликвидна, учешће страних институција би био један од начина за обезбеђење додатног капитала;
- могућност увођења најбоље светске праксе и *know-how* на домаће тржиште;
- развој конкуренције. Укључење страних примарних дилера умањује опасност међусобног договора домаћих дилера да изађу на аукцију са неконкурентском ценом (неповољном по емитента). То може да доведе до појефтињења трошкова трговања на секундарном тржишту, чиме се индиректно стимулише и примарно тржиште.

Постоје, међутим, и аргументи против:

- забрана страним институцијама да уђу на домаће тржиште капитала се може искористити као полуга да се преговара о уласку домаћих финансијских институција на страна тржишта - принцип реципроцитета.
- агресивнији и искуснији страни примарни дилери могу да истисну неiskusне домаће примарне дилере, што може да доведе до негативног става тржишта према њима и дискредитовања целог концепта примарних дилера.
- супервизија страних институција, нарочито ако се послом управља из иностранства, често је комплекснија у поређењу са супервизијом домаћих фирми.

4.3.3. Значај система примарних дилера

Не ретко, примарни дилери имају ексклузивно право да буду једини директни учесници на аукцијама које организује држава. У том смислу, њихова главна улога је да учешћем на примарном тржишту државних хартија осигурају добру реализацију емисија, и да потом изврше њихову дистрибуцију крајњим инвеститорима. У зависности од тржишних услова, од њих се може захтевати и да креирају тржиште за државне обвезнице тј. да буду *market-maker*-и и да обезбеде двосмерне цене за

одређене емисије или све хартије како би побољшали ликвидност на тржишту. Полазећи од тога може се рећи да је основна улога примарних дилера да:

- обезбеде максималну реализацију и најповољније цене на примарном тржишту државних хартија. Другим речима, примарни дилери треба да осигурају пласман новоемитованих државних хартија (ликвидност тржишта) кроз максимизацију тражње и конкуренцију на аукцијама. У развијенијим земљама то се постиже тако што се дефинише минималан износ хартија који примарни дилери морају да купе у току одређеног временског периода (обично једне године), што је често опредељено величином фирме или њеним уделом на секундарном тржишту. Поред тога, пред примарне дилере могу бити постављени и захтеви у смислу резервисања одређеног износа капитала само за тржиште државних хартија, при чему се тражи гаранција да он неће бити употребљен у било које друге сврхе. Са друге стране, поједине земље не специфицирају квантитативно износ и ослањају се просто на обавезу примарних дилера да учествују на аукцији. Неке земље постепено смањују ове захтеве како се тржиште развија. Конкретни захтеви зависе свакако и од услова на тржишту, и могу се, по потреби, мењати. Што је тржиште развијеније, мања је потреба за стриктним захтевима приликом учешћа дилера на аукцијама, јер та тржишта обично имају већу тражњу и диверсификованије учеснике;
- изврше дистрибуцију хартија крајњим инвеститорима. Неке земље захтевају од примарних дилера да помогну у развоју тржишта мањих инвеститора кроз одржавање мреже за трговање хартија са њима, и уз успостављање адекватног распона цена посебно за то тржиште;
 - обезбеђују ликвидност и на секундарном тржишту државних хартија, што би, повратно, требало да повећа ликвидност и примарног тржишта, и у крајњој линији да утиче на услове по којима држава може да се финансира. Ликвидност се обезбеђује ако постоје активни *market-maker*-и који дају континуиране и конкурентске двосмерне цене на захтеве трансактора, без обзира на тржишне услове;
 - пруже информације о стању на тржишту и тржишним перформансама, што је од посебне важности пре саме емисије хартија. Информације се размењују током периодичних састанака између примарних дилера, централне банке и државе.

Иако је о томе било речи, треба поновити да је са аспекта развоја тржишта битно разликовање система примарних дилера који учествују искључиво у монетарним операцијама са централном банком, од групе која је задужена за креирање тржишта (*Market Makers*), која се појављује и на примарном тржишту кроз директно учешће на државним аукцијама али и на секундарном тржишту.

Главни ризик који постоји када се установљава група привилегованих финансијских институција које имају улогу примарних дилера је постојање могућности њиховог међусобног договарања о висини цена емитованих обвезница. Овај ризик је највећи када неколико фирми жели да формира картел приликом учествовања на аукцији да би оборили цене државних хартија, тј. повећали приносе на своје пласмане. Они такође могу да поставе и широке маргине и тиме да умање тражњу од стране крајњих инвеститора. Такође, за разлику од великих и развијених тржишта, увођење и развој система примарних дилера на малим и неразвијеним тржиштима не мора нужно генерисати све предности овог система, имајући у виду да је мало вероватно да би он, сам по себи, могао да трансформише неликвидно тржиште у ликвидно. Услед недостатка инвестиционих алтернатива може да се деси да купци државних хартија исте држе до доспећа, радије него да их продају и тако одржавају секундарно тржиште за ове хартије. У таквим условима држава може да овласти и стране финансијске институције да буду примарни дилери и да отвори аукције како за домаће, тако и за стране институције са различитим инвестиционим преференцијама. Ипак, уочава се да су чак и на најразвијенијем тржишту државних хартија од вредности, попут САД-а, новије тржишне тенденције довеле до тога да примарни дилери губе неке од њихових специјалних привилегија. Поред тога, многе земље финансирају буџетски дефицит и без ове врсте посредовања. Следствено, пре увођења овог система, неопходно је да се сагледају тржишни услови и капацитети и да се спроведе *cost-benefit* анализа могућности увођења система примарних дилера. Пракса је показала да постоји фаза у транзицији од планске ка тржишној економији где примарни дилери могу да одиграју корисну улогу, због тога што су оваква тржишта често недовољно едукована и технолошки неспремна, па за власти може бити лакше и сигурније да тргују са ограниченим (али не превише) бројем учесника.

4.3.4. Примарни дилери и тржишне информације

Основне обавезе примарних дилера у функцији развоја тржишта државних обвезница односе се на креирање тржишта за државне хартије од вредности и обезбеђење информација о условима на тржишту и тржишним преференцијама, посебно у периоду пре него што су оне практично емитоване. Примарни дилери могу да буду консултовани о структурним питањима која се односе на тржиште (нпр. регулаторне процедуре, правила понашања и сл.) и о оперативним питањима (нпр. какав је апсорпциони капацитет тржишта за хартије са карактеристичним роковима доспећа). Информације се размењују током периодичних састанака између примарних дилера и носилаца економске политике. У раним фазама развоја тржишта, од примарних дилера се може захтевати да фреквентније извештавају о условима који владају на тржишту.

Прави пример организованог прикупљања информација од примарних дилера представља амерички *Fed*. Пред сваки састанак Комитета за отворена тржишта (Комитет) посебној групи надлежној за тржишта се доставља упитник везан за очекивања у погледу будућих одлука монетарне политике, очекиваним кретањима на финансијском тржишту и кретањима кључних економских индикатора. Упитник сачивања посебна група при Банци Њујорка која је надлежна за праћење тржишта. Циљ је да се кроз њега покрију најактуелније теме, укључујући и очекивања тржишта у погледу одлука чланова Комитета. Ради постизања веће објективности, чланови Комитета нису укључени у формулацију питања. Резултати упитника и анализе спроведене у оквиру *Market Intelligence-a*, помажу Комитету да боље сагледа, разуме, а тиме и да боље усмерава очекивања тржишта.

4.3.5. Привилегије примарних дилера

Постављање стриктних захтева пред примарне дилере у условима када је тржиште „плитко“, прставља захтеван задатак, због чега је често праћен одређеним „привилегијама“ по ову групу.

Најважнија привилегија коју примарни дилери могу да остваре је могућност ексклузивног приступа продаји државних хартија. Она може узети различите форме:

- ексклузивно право да се дају понуде на иницијалним аукцијама. Ова могућност дилерима даје одређене комерцијалне погодности у смислу могућности остваривања провизије приликом продаје хартија крајњим инвеститорима;
- ексклузивно право да се дају понуде али само у продајама тзв. друге рунде (постаукциона фаза), које се често спроводи на некопетитивној бази. У неким земљама ова могућност је расположива једино ако цела емисија није расподељена на иницијалној аукцији, док се у неким земљама одређени износ хартија оставља управо за ове потребе;
- ексклузивно право да се дају понуде за одређене емисије, попут нпр. “тап” емисија у Великој Британији.

Може, такође, постојати мноштво споредних, мада не мање важних, привилегија на примарном тржишту које се нуде примарним дилерима. Тако нпр. примарни дилери могу да буду изузети од обавезе да обезбеде новчана средства у тренутку давања понуда на аукцији, потом могу имати право да понуде дају телефоном и др.

Привилегије које се остварују на *секундарном тржишту* обично се сматрају мање важним у поређењу са онима које су повезане са примарним тржиштем:

- приступ, који може бити ексклузиван, систему трговања интердилерских брокера. У УК само *market-makers* имају приступ екранима интердилерских брокера, па могу да искористе ову олакшицу да ускладе своје позиције без потребе да се оне претходно откривају.
- шири обим дозвољених операција у поређењу са другим трговцима овим хартијама - нарочито могућност да се позајми потребан сток хартија и заузме кратка позиција, да би им се помогло да изврше функцију креирања тржишта. У земљама са развијеним репо тржиштима ова предност у ствари и не постоји.

Коначно, ако централна банка дозволи да примарни дилери спроводе операције монетарне политике, они могу остварити значајне користи од те функције. Тако нпр. они могу да добијају поједине информације пре него остали трансактори, што их ставља у повлашћени положај у односу на остале тржишне учеснике. У неким земљама примарни дилери имају и специфичне краткорочне олакшице при позајмљивању

средстава од централне банке преко директних кредитних линија или преко директног приступа дисконтном прозору. Ова могућност је посебно важна у условима када уобичајено тржишно финансирање није расположиво.

Могуће је, такође, да министарство финансија обезбеди одређене пореске олакшице примарним дилерима, уколико се процени да им актуелни порески режим ограничава креирања тржишта.

Ипак, као што је већ напоменуто, пре увођења система примарних дилера, неопходно је да се спроведе свеобухватна анализа користи и трошкова увођења система примарних дилера. Уколико се регулатор определи за њихово увођење, треба успоставити бар минимум стандарда и услова које морају задовољити (капитални захтеви, креирање и одржавање тржишта, управљачки капацитет, информационе способности и др.).

V МЕРЕ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА РАЗВИЈЕНИХ ЗЕМАЉА И ФУНКЦИОНИСАЊЕ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

5.1. МЕРЕ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

5.1.1. Циљеви и инструменти монетарне политике Европске централне банке

Европска централна банка (ЕЦБ) заједно са националним централним банкама земаља чланица ЕУ чини Европски систем централних банака (*The European System of Central Banks – ESCB*). Према споразуму из Мастрихт-а и касније усвојеном Статуту, **основни задаци** које ЕЦБ треба да испуни су:

- формулисање и имплементација монетарне политике у евро-зони;
- спровођење девизних операција;
- држање официјелних девизних резерви земаља чланица и управљање резервама;
- обезбеђење несметаног функционисања платних система и унапређење истих.

Основни циљ монетарне политике *ESCB* јесте одржавање ценовне стабилност на средњи рок. Поред основног циља, палету осталих циљева чини и подршка генералној економској политици Европске заједнице, али само под условом да то не угрожава реализацију њеног примарног циља. За разлику од већине других централних банака, ЕЦБ је усвојила тзв. мешовиту (*two-pillar*) стратегију монетарне политике која комбинује елементе таргета у погледу стопе инфлације и таргета у погледу раста понуде новца. Главно „оруђе“ за вођење адекватне монетарне политике при оваквој стратегији представља референтна стопа која се примењује у главним операцијама ЕЦБ-а које су усмерене на обезбеђење ликвидности финансијског система.

Формулисање јединствене монетарне политике усмерене на одржавање ценовне стабилности у надлежности је Управног савета (*Governing Council*) ЕЦБ-а који, на бази економских и монетарних анализа, врши процене евентуалних ризика који могу угрозити реализацију њеног основног циља. Анализом информација садржаних у њима, као и извођењем закључака на основу њих, Управни Савет доноси одлуку о нивоу референтне каматне стопе који је конзистентан са одржавањем ценовне

стабилности на средњи рок. За спровођење мера одговоран је Извршни Одбор ЕЦБ-а који ове активности обавља у складу са одлукама и смерницама Управног Савета. Насупрот доношењу одлука, оперативно спровођење донетих мера је у великој мери децентрализовано, тј. углавном спада у надлежност националних централних банака.

За потребе реализације циљева монетарне политике *ESCB*, у **нормалним условима**, користи следеће инструменте:

- **Операције на отвореном тржишту:**

о главне операције рефинансирања (*Main Refinancing Operations*), спроводе се у циљу обезбеђења ликвидности и управљања каматним стопама на тржишту новца. Имају рочност од седам дана, уз седмичну фреквенцију аукција. Кроз ове операције остварује се и сигнална функција референтне каматне стопе.

о дугорочне операције рефинансирања (*Longer Term Refinancing Operations*), спроводе се на рок од три месеца (у нормалним условима), једном месечно. Интенција је да се кроз ове операције не шаљу сигнали тржишту, већ су преваходно усмерене на дугорочније управљање ликвидношћу.

о операције финог подешавања ликвидности (*Fine Tuning Operations*), користе се за фино управљање каматним стопама и ликвидности на тржишту новца, у условима изненадних тржишних флукуација. Могу да се спроведу кроз операције прикуљања депозита, краткорочне репо и девизне своп операције.

- **Систем минималне резерве** - усмерен је на стабилизацију кретања каматних стопа на тржишту новца кроз коришћење предности система упросечавања резерви. Поред тога, овај систем се може користити за креирање или увећање структурног мања ликвидности, јер је то позиција која централној банци даје шири маневарски простор за деловање својим мерама. Ово јер у условима када банке више зависе од централне банке, у делу своје ликвидносне позиције, централна банка може да оствари већи утицај на понашање банкарске индустрије.

- **Сталне преконоћне олакшице (кредитне и депозитне)** - каматне стопе на ове преконоћне олакшице формирају симетричан коридор каматних стопа око референтне каматне стопе, усидравајући тиме осцилације краткорочних каматних стопа на тржишту новца унутар граница коридора.

5.1.1.1. Операције Евросистема током светске финансијске кризе

Описан инструментаријум представља саставни део оперативног оквира ЕЦБ-а који је успостављен 2004. године. Током финансијске кризе, ЕЦБ је иницијално реаговала изменом дизајна својих инструмената а, када се то показало као недовољно, уследиле су и неконвенционалне мере монетарне политике. Мере су биле усмерене на враћање поверења између тржишних трансактора и очувања финансијске стабилности. Према динамици и циљевима њиховог спровођења, мере које је ЕЦБ у те сврхе предузимала од августа 2007. године, могу се поделити у **пет фаза**⁵⁹:

1. период од августа 2007. године до спашавања *Bearn Stearn* -а марта 2008;
2. период од марта 2008. године, тј. након спашавања *Bearn Stearn*-а до банкрота *Lehman Brother* инвестиционе банке (септембар 2008. године);
3. период од октобра 2008. године до септембра 2009. године, који се, не ретко, назива фазом ескалације финансијске кризе;
4. период од децембра 2009. године до априла 2010. године, познат као *Phasing-out* период, током којег је ЕЦБ намеравала да спроведе тзв. „излазну стратегију“ (*exit strategy*) из неконвенционалних мера;
5. период који траје од маја 2010. године, познат као фаза фискалних криза (*sovering debt crisis*) а потом и пада кредитне активности.

У току **прве фазе** ЕЦБ је махом реаговала комбинацијом оперативних мера монетарне политике усмерених на обезбеђење ликвидности и ефикасну комуникацију са јавношћу. Ово из ралога што се инцијални талас кризе, који се највише осетио на тржишту неосигураних трансакција дужих рочности, убрзо проширио и на краткочније сегменте евро-тржишта новца. Снажна тражња за краткорочним средствима узроковала је нагли скок краткорочних каматних стопа, а тиме и релевантних каматних спредова, што је захтевало хитне реакције ЕЦБ-а. Тада је ЕЦБ спровела операцију финог подешавања без ограниченог обима у вредности од чак 94,8 млрд ЕУР, по фиксној каматној стопи. Обим операције није био ограничен, односно, у потпуности је био опредељен тражњом учесника у операцији. Ово је представљало прави преседан имајући у виду да су се до тог момента ове операције спроводиле кроз тендере по варијабилној каматној стопи и са унапред утврђеним обимом. Ипак,

⁵⁹ Интерактивна мапа са кључним датумима може се наћи на сајту ЕЦБ-а <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/crisis.en.html>.

новонастали тржишни услови диктирали су и нове методе аукција, па се може рећи да је овом операцијом трасиран пут новој фази у спровођењу монетарних операција ЕЦБ-а која се огледала кроз⁶⁰:

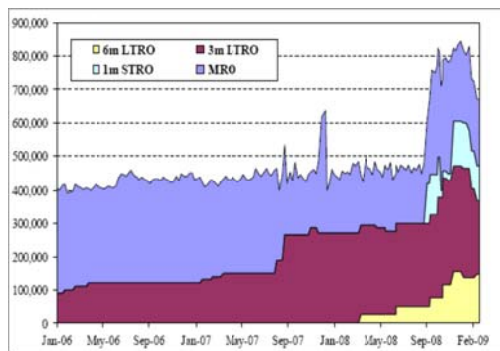
- тзв. „*frontloading*“ политику дистрибуције ликвидности у току периода издвајања обавезне резерве, а њено имплементирање било је наметнуто променама образаца тражње за средствима. Наиме, све већа аверзија према ризику ликвидности довела је до појаве тзв. сигурносне тражње за резервама (*precautionary demand*), због чега су банке настојале да, у што већем проценту, испуне обавезу издвајања резерви већ на почетку периода издвајања обавезне резерве. Са одмицањем периода оне су могле слободније да располажу својим средствима. Оваква политика управљања резервама била је у потпуности супротна од политике из периода пре финансијске кризе, која је узроковала неопходна прилагођавања на страни понуде резерви. У том смислу, ЕЦБ је кроз своје операције настојала да обезбеди знатно веће обиме ликвидности на почетку обрачунског периода и тиме спречи раст тржишних каматних стопа узрокован тражњом за средствима у тим данима. Са друге стране, обими убризганих средстава на крају обрачунског периода били су знатно нижи чиме је, на нивоу обрачунског периода, обим обезбеђених средстава остао исти. Као резултат, измењена је временска динамика упумпавања резерви, али не и обими;
- повећање обима дугорочних операција и смањење обима главних, седмодневних операција, у циљу прилагођавања понуде резерви рочној структури тражње за истима. Како је спровођење дугорочних операција било предвиђено оперативним оквиром, оне нису захтевале посебне припреме и измене истог.

Друга фаза обележена је спашавањем *Bearn Stearn*-а од стране *Fed*-а (март 2008. године) што је поново изазвало турбуленције на привремено смиреном тржишту новца. Многе велике банке које су од настанка кризе своју дневну ликвидност одржавале кроз међубанкарске позајмице, постале су више него рањиве и на најмања померања на тим тржиштима. Са друге стране, банке које су располагале вишковима средстава нису биле вољне да их пласирају на дуже рокове. У таквим условима, операције ЕЦБ-а

⁶⁰ „*Monthly Bulletin*”, May 2008, www.ecb.int; стр. 95 – 97.

махом су биле усмерене на обезбеђење адекватног нивоа ликвидности на дуже рокове, како би се спречило да се тензије са дугорочних сегмената тржишта новца прелију на краткорочне сегменте. Повећан је број тромесечних операција, а у априлу 2008. године уведене су и шестомесечне операције. Паралелно, настављена је и „*frontloading*“ политика дистрибуције ликвидности⁶¹. Овим је и додатно измењена рочна структура спроведених операција ЕСВ-а, ако се има у виду да су пре августа 2007. године дугорочне операције чиниле једну трећину укупног стока операција, да би, септембра 2008. године њихово учешће било повећано на 2/3 укупног стока⁶² (графикон бр. 10).

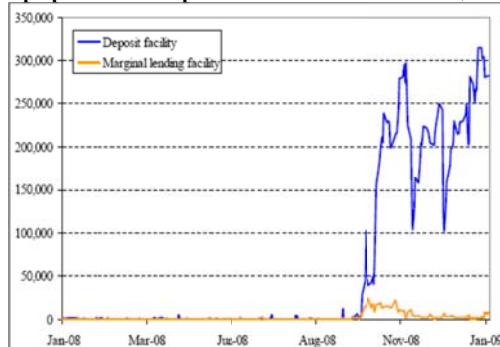
Графикон 10: Рочна структура операција обезб. ЕСВ-а у периоду јан 04 – феб 09



Извор: Европска централна Банка, *Monthly Bulletin*, Октобар 2009.

Почетак **треће фазе** обележен је банкротством *Lehman Brothers* инвестиционе банке а потом и још четири финансијске институције. Овај моменат практично је иницирао ескалацију свестке финансијске кризе. Услед нарастајућег неповерења међу тржишним трансакторима, бележи се нагли раст депозитних и кредитних олакшица банака код централне банке (графикони 11 и 12), посебно депозитних.

Графикон 11: Коришћење сталних олакшица ЕСВ-а периоду јан 08 – јан 09.

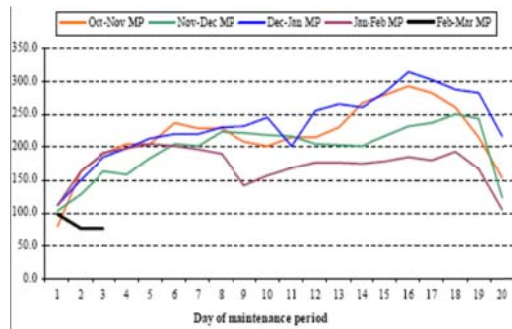


Извор: Европска централна Банка, званична презентација ЕЦБ-а, www.ecb.europa.eu/ секција Recent_market_developments.

⁶¹ “*Monthly Bulletin*”, May 2008, www.ecb.int; стр. 32 – 33.

⁶² “*Monthly Bulletin*”, October 2009, www.ecb.int; стр. 87.

Графикон 12: Коришћење сталних олакшица ЕСВ по периодима минималне ОР (окт 08 – мар 09)



Извор: Европска централна Банка, званична презентација ЕЦБ-а, www.ecb.europa.eu/ секција Recent_market_developments.

Графикон 13: Број учесника у главним операцијама ликвидности у периоду јан 06 – феб 09



Извор: Европска централна Банка, званична презентација ЕЦБ-а, www.ecb.europa.eu/секција Recent_market_developments.

Ескалација депозитних олакшица, уз истовремено коришћење кредитних олакшица, недвосмислено упућује на закључак да је у овом периоду редистрибуција међубанкарске ликвидности била значајно нарушена. Убрзано је растао број банака које нису могле да позајме средства на тржишту чак ни по стопама знатно вишим од стопе EONIA, те су биле принуђене на операције са ЕСВ-ом. Са друге стране, кредитни и ризик ликвидности усмерили су и банке са вишком ликвидности на операције са ЕСВ-ом, па је у једном моменту тржиште новца готово замрло, а централна банка постала главни тржишни учесник (графикон бр. 13). Управо тада, у циљу опоравка дисторзијама захваћеног евро-тржишта новца и враћања банкарских трансакција у тржишне токове, ЕСВ је имплементирала низ стандардних и нестандартних мера:

- **сужавање коридора каматних стопа** у условима израженијег неповерења међу тржишним трансакторима и поновно ширење по нормализацији тржишних услова.

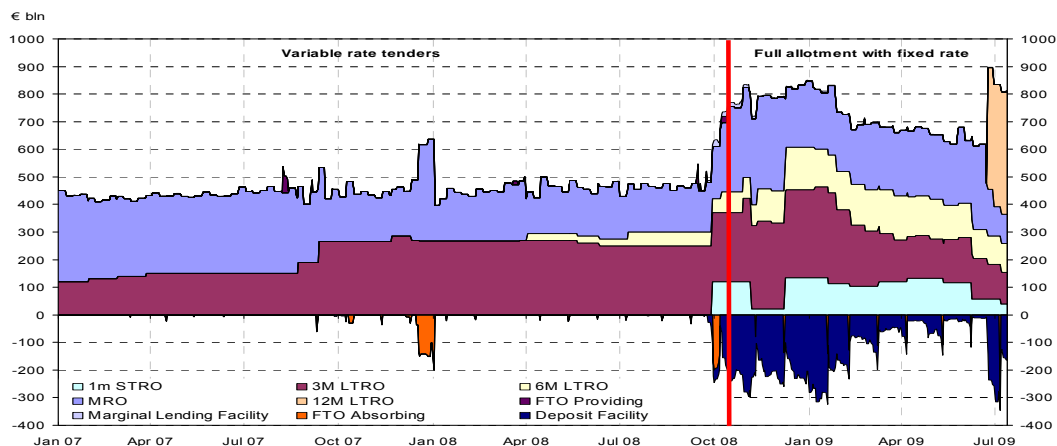
Оваква политика била је могућа све док није уследило снижавање референтне каматне стопе на ниво испод 1%.

- **проширење листе колатерала** како би се обезбедио довољан портфељ хартија квалификованих за операције са централном банком. Иако је у евро-зони дуго година био присутан висок степен пре-коллатерализације (*over-collateralisation*), нагло и велико повећање обима монетарних операција ЕСВ-а наметнуло је потребу проширивања листе колатерала за ове операције. Таква политика често је комуницирана само као привремена, а примена је унапред лимитирана до нормализације услова на тржишту. Паралелно са тим, ЕСВ је смањила и минималан рејтинг за колатерал, али је увела одређене мере смањења ризика кроз додатни *hair-cut* % на активу нижег рејтинга. Политика колатерала током кризе биће обрађена у посебном делу.

- **интензивна сарадња централних банака** развијених земаља. Имајући у виду високу међузависност националних тржишта, мере водећих централних банака почеле су координирано да се спроводе, иницијално кроз снижења референтних каматних стопа, а потом и заједничко увођење девизних своп аранжмана. Поред своп аранжмана усмерених на обезбеђење доларске ликвидности, накнадно су уведени и своп аранжмани усмерени на обезбеђење ликвидности у швајцарским францима, у сарадњи са SNB.

- **допуне врсте и динамике операција**, уз измену технике операција на отвореном тржишту. Ово се пре свега односи на спровођење главних краткорочних и дугорочних операција кроз тенedere по фиксној каматној стопи и обимима који су у потпуности опредељени тражњом учесника (*full allotment*). Све већи акценат даје се дугорочнијим операцијама, а уводе се и операције чија рочност покрива један период издвајања обавезне резерве. Њихова неуобичајена рочност махом је усмерена на стабилизацију тржишних каматних стопа и додатно поправљање укупне ликвидносне позиције финансијског система у току периода издвајања обавезне резерве. Због знатног повећања обима обезбеђења ликвидности на дуже рокове од стране ЕСВ-а, банке су све више располагале привременим (краткорочним) вишковима ликвидности. Из тог разлога, ЕСВ долази у позицију да последњег дана обрачунског периода спроводи операције повлачења ликвидности на кратак рок (*FTO Absorbing*, графикон 14).

Графикон 14: Рочна структура операција ЕСВ-а у периоду јануар 2007 – јул 2009. године



Извор: Европска централна банка, званична презентација ЕЦБ-а, www.ecb.europa.eu/секција/Recent_market_developments.

- **увођење програма откупа покривених обвезница јула 2009. године** (*Covered Bond Purchase Programme - CBPP1*). Увођење је најављено у мају 2009. године у износу од 60 млрд EUR, а програм је трајао у периоду од годину дана, од јула 2009. године до јула 2010. године. Циљ програма био је да се олакша задуживање кредитних институција и предузећа, које је било отежано, и да се поправи ликвидност на важним сегментима тржишта приватних дужничких хартија. Хартије купљене у оквиру овог програма ЕСВ држи у свом опртфељу до њиховог доспећа, како не би изазвала веће тензије на тржишту.

Четврта фаза која је почела крајем 2009. године, обележена је настојањима ЕСВ-а да се постепено повуче из нестандардних операција (*exit strategy*). У том циљу доспеле дугорочне операције нису занављане а политика колатерала је благо заоштрена. Ипак, ескалација фискалних криза половином 2010. године зауставила је примену „излазних“ мера, и не смао то, утицала је на још већу примену нестандардних мера. То је уједно био почетак тзв. **пете фазе**. Поново су актуелизоване дугорочне операције а паралелно су уведени и разни програми откупа хартија.

У периоду који је уследио лансирани су и следећи **програми** откупа хартија:

- *SMP – Securitise Market Program*, маја 2010. године са циљем да се кроз њега пружи подршка угроженим сегментима финансијског тржишта, пре свега тржишту државних хартија, али и хартија неких економски значајних емитената. Како би се неутралисао ефекат који куповина хартија има на ликвидност система, ЕСВ

организује операције стерилизације ликвидности у обиму који кореспондира стању хартија купљених кроз овај програм;

- *CBPP2*, крајем 2011. године у оквиру којег је откупљено обвезница у износу од 40 млрд EUR. Куповине су могле да се врше на примарном и секундарном тржишту. Он је представљао наставак програма *CBPP1* који је окончан претходне године (у износу од 60 млрд EUR), и ка такав, имао је исте циљеве;
- *OMT – Outright Monetary Transactions*, уведен септембара 2012. године. Подразумева могућност трајне куповине државних хартија на секундарном тржишту, посебно оних чија је рочност између једне и три године. Куповине хартија кроз овај програм повезане су са *EFSF/ESM (European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism)* програмима. Као и случају *SMP*, ЕЦБ би настојала да кроз своје операције стерилише ликвидност која се убризга на овај начин. Међутим, око овог програма вођене су велике дебате, у којима је Немачка била посебно гласна. Ипак, само објављивање програма деловало је стабилизујуће на тржишта. Након увођења овог програма, *SMP* програм је укинут, али се ликвидност која је кроз њега убризгана и даље стерилише, док све хартије купљене кроз програм не доспеју.
- *TLTRO, ABSPP, CBPP3*: Глобална контракција кредитне активности утицала је да у току 2014. године ЕЦБ лансира читав низ мера од таргетираних дугорочних операција рефинансирања (*TLTRO*) **усмерених на подршку контрахованом кредитирању нефинансијског сектора у евро-зони**, преко програма откупа хипотекарних хартија (*ABSPP*) до програма откупа покривених обвезница (*CBPP3*) који је намењен јачању трансмисионог механизма монетарне политике и подршци кредитирању у евро-зони. Свакако највећу новину у току 2014. године представља одлука ЕЦБ-а да у оквиру програма куповине хартија откупљује и хартије издате од стране централних нивоа власти са територије ЕУ⁶³.

Паралелно са тим, крајем 2011. године најављене су три трогодишње операције обезбеђења ликвидности, од којих су одржане две у веома високим износима (укупно 1.020 млрд EUR). И стопа обавезне резерве је преполовљена – са 2% на 1% у циљу

⁶³ Погледати и говор председника ЕЦБ-а, господина Марио Драгија из маја 2015. у којем се дају оцене ефеката разних програма <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150514.en.html>.

подршке ликвидности. Настављена је и политика снижавања референтне каматне стопе, која је пала на најнижи ниво (0,05%) септембра 2014. године.

5.1.2. Циљеви и инструменти монетарне политике Банке Енглеске

Основни циљ монетарне политике Банке Енглеске је постизање и одржавање стабилности цена, односно ниске инфлације. Паралелно са тим, њене мере могу бити усмерене и на подршку циљевима економске политике укључујући и оне који се односе на привредни раст и запосленост. Сама стабилност цена дефинисана је циљаном стопом инфлације од 2%, при чему Влада усваја и објављује конкретан таргет годишњом динамиком. Свако одступање од таргета (+/-) се подједнако третира као негативно, односно, може се рећи да је инфлаторни таргет симетричан навише и наниже. Уколико инфлација „изађе“ ван коридора +/-1 п.п. гувернер мора да упути Влади отворено писмо са јасним објашњењима разлога таквих кретања. Ипак, марта 2013. године усвојене су нове смернице⁶⁴ којима је регулисано да ће се, у случају када су привремена одступања инфлације од таргета резултат шокова или тржишних дисторзија, водити рачуна да мере које се предузимају не узрокују превелику волатилност економске активности. Тиме је, у измењеним тришним условима, поред монетарне стабилности, значај дат и економској активности.

Према Закону о Банци Енглеске из 1998. године ова институција је независна у одлучивању о референтној каматној стопи. Изузетно, уколико се процени да је то од националног значаја, Влада привремено може Банци Енглеске давати инструкције или смернице о каматним стопама. Ипак, и даље постојање те могућности представља ризик по аутономију централне банке с обзиром да носиоци монетарне и фискалне политике могу различито да перципирају начине реакције на одређене шокове⁶⁵.

Према оквиру монетарне политике из 2006. године као и изменама из 2008. и 2009. године које су углавном уважавале последице финансијске кризе, за оперативно спровођење мера монетарне политике Банка Енглеске може да користи следеће инструменте:

- **систем минималне резерве** (марта 2009. привремено суспендован).

⁶⁴ <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/forwardguidance.aspx>.

⁶⁵ Bean, C. 2007. "Is There a New Consensus in Monetary Policy", Bank of England.

о Маја 2006. године Банка Енглеске је усвојила нови Оквир за операције на стерлиншким тржиштима новца који се заснива на тзв. „коридору каматних стопа“. Тада је уведен и нови систем минималних резерви, чија је основна функција била усмерена на фино управљање ликвидношћу финансијског система. То је представљало својеврстан заокрет у односу на њихов некадашњи третман као искључиво „пруденцијалне“ мере централне банке. Као разлог за увођење система добровољних резерви, радије него обавезних резерви, Банка Енглеске наводи да су оне примереније условима у којима се не таргетира одређени монетарни агрегат. Уз то, и пракса је показала да је обавезна резерва коју је одређивала централна банка често била или недовољна или превисока, због чега су и преконоћне стопе показивале одступања у односу на официјелну стопу. Поред негативног утицаја на тржишне каматне стопе, превисоке минималне резерве могу узроковати и непотребан раст операција са централном банком. Ово даље може покренути дисторзију цена хартија које су предмет купопродаје у овим операцијама. И коначно, систем добровољних резерви заснован на индивидуалним проценама чланица шеме водиће, не само ка оптималном нивоу резерви, већ и ка томе да банке унапред процењују своје ликвидносне потребе за наредни месец и спроводе једну врсту добровољног *stress* теста ликвидности.

- **Операције на отвореном тржишту.** Оквиром за операције на стерлиншким тржиштима новца из 2006. године предвиђена је употреба три врсте операција на отвореном тржишту⁶⁶:

о Краткорочне репо операције су најчешће коришћени инструмент који је, у нормалним условима, усмерен на управљање краткорочним каматним стопама, ликвидношћу и давање сигнала о ставу монетарне политике. Одржавају се седмично, са седмичном рочношћу, а спроводе се по официјелној стопи Банке Енглеске. За те потребе централна банка је сваког радног дана у 10h објављивала своју прогнозу ликвидности, а на дан одржавања седмичних операција у 9h се објављивао обим краткорочних операција. Ипак, објављивање прогнозе ликвидности, потом података о коришћењу сталних олакшица као и

⁶⁶ “The Framework for the Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets”, November 2006., www.bankofengland.co.uk, стр. 9.

неких других сензитивних дневних података, битно је редуковано крајем 2008. године због присутности *stigma* ефекта.

- o Дугорочне репо операције усмерене су на прилагођавање структурне позиције финансијског сектора, односно на дугорочније обезбеђивање ликвидности, а спроводе се кроз тендере по варијабилној каматној стопи у којима се Банка Енглеске понаша као *price-taker*. Према оперативном оквиру из 2006. године ове операције се спроводе са следећим рочностима: 3m, 6m, 9m и 12m. У одређеним ситуацијама оне могу бити и нешто дуже рочности како би се обезбедило да датум њиховог салдирања кореспондира са датумом наредних дугорочних операција.
- o Операције трајне куповине обвезница усмерене су на дугорочније обезбеђивање ликвидности. Предмет куповине у овим операцијама могу бити високо-квалитетне државне обвезнице (*conventional gilts*) као и одређене обвезнице које гласе на страну валуту (*swapped foreign currency bonds*). Када је реч о државним обвезницама, Банка Енглеске настоји да купи бар по једну обвезницу из сваке од три групе рочности (1-7у, 8-13у и 14-21у), а конкретни обими по свакој групи усаглашавају се са политиком управљања јавним дугом. Имајући у виду да Банка Енглеске кроз ове операције може директно да утиче на криву приноса на ове хартије, од изузетне је важности да све активности на овом плану буду у потпуности координиране са Канцеларијом за управљање дугом (*Debt Management Office*).
- **Сталне (оперативне) олакшице.** Оперативним оквиром из 2006. године успостављен је коридор каматних стопа на сталне олакшице, који се у нормалним условима кретао у интервалу +/-100 б.п. у односу на официјелну стопу Банке Енглеске, осим последњег дана обрачунског периода за обавезну резерву када је важио коридор у распону од +/-25 б.п. Циљ овог сужења био је да се тог дана спрече веће флукуације каматних стопа на тржишту новца. Марта 2009. године политика коридора потпуно је ревидирана услед новонасталих услова.

Сам оперативни оквир Банке Енглеске за операције на стерлиншким тржиштима новца дизајниран је 2006. године тако да омогући ефикасну имплементацију одлука Комитета за монетарну политику о каматним стопама на тим тржиштима, уз обезбеђење обима

ликвидности који се сматра „равнотежним“. Имајући у виду да је од изузетне важности да краткорочне потребе финансијског система за резервама буду адекватно задовољене, оперативни оквир Банке Енглеске дизајниран је тако да амортизује и: стерлиншке токове између централне банке и банкарског система који нису директно повезани са монетарним операцијама; флукуације тражње за резервама узроковане сезонским карактером; значајне осцилације тражње за резервама у иницијалним фазама системског стреса. Коначно, Банка Енглеске је кроз своју комуникацију често наглашавала да се приликом формулисања оперативног оквира мора водити рачуна и о његовом утицају на понашање банкарског система у погледу уласка у ризичне активности (*risk-taking behaviour*). У том смислу, изузетно је важно да оперативни оквир не подстиче неконкурентско и нефер понашање, као и да се финансијским институцијама јасно стави до знања да се морају уздржавати од уласка у ризичне активности јер ће последице таквог понашања саме сносити⁶⁷.

Имајући у виду наведено, оперативни оквир Банке Енглеске дизајниран је тако да омогућава управљање преконоћним каматним стопама са циљем обезбеђења равне, неризичне криве приноса на тржишту новца током периода одржавања минималних резерви, односно до наредног састанка Комитета за монетарну политику на коме се одлучује о висини официјелне каматне стопе Банке Енглеске на стерлиншким тржиштима новца⁶⁸. То подразумева одржавање преконоћних стопа на нивоу приближном официјелној стопи Банке Енглеске, уз минималне дневне осцилације. Остале краткорочне каматне стопе махом ће бити опредељене очекивањима тржишних трансактора у погледу будућег кретања преконоћних стопа, док ће стопе на трансакције које доспевају након следећег састанка Комитета за монетарну политику бити углавном детерминисане очекиваним кретањем официјелне каматне стопе. Оно по чему се циљеви утврђени оперативним оквиром из 2008. године разликују у односу на оквир из 2006. године јесте настојање да се утиче на неризични део криве приноса на тржишту новца. Наиме, иако су рочности трансакција у оквиру једног периода минималне резерве краткорочне, оне ипак могу укључити и премије за кредитни ризик и ризик ликвидности (што је светска финансијска криза и потврдила). Из тог разлога, Банка Енглеске је тржишним трансакторима јасно ставила до знања да на ове компоненте цене средстава неће настојати да утиче својим операцијама, већ ће своје

⁶⁷ “The Framework for the Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets”, 2008., www.bankofengland.co.uk, стр. 4 – 8.

⁶⁸ “The Development of the Bank of England’s Market Operations”, 2008., Consultative paper, www.bankofengland.co.uk, стр. 4 - 7.

мере усмерити само на неризични део криве приноса. Иако је у пракси често постављано питање због чега Банка Енглеске своје операције не усмери на управљање *3m Libor* стопама за које је експлицитно везан велики број финансијских трансакција, централна банка није озбиљније разматрала ову могућност. Разлога постоји неколико, али, два су најбитнија. Прво, *3m* је дуг период у којем се официјелна стопа Банке Енглеске теоретски може три пута променити, имајући у виду да се одлуке о њеној промени разматрају једном месечно. Друго, у обрачун ове стопе укључене су разне премије (кредитни ризик, ризик ликвидности) које Банка Енглеске нема амбиције да контролише кроз своје операције⁶⁹.

5.1.2.1. Операције Банке Енглеске током светске финансијске кризе

Кључне мере које је, од лета 2007. године предузимала Банка Енглеске са циљем да умањи негативне ефекте светске финансијске кризе на стабилност финансијског система, могу се сублимирати кроз следеће:

- у циљу задовољења растуће тражње за резервама, Банка Енглеске је децембра 2007. године, у координираној акцији већег броја централних банака, знатно повећала обиме дугорочних *3m* операција. Истовремено, проширена је и листа колатерала за ове операције (тзв. проширене операције, *Extended collateral Term Repo Facility*), да би у октобру 2008. године листа била и додатно проширена (укључене чак и *RMBS*). Септембра 2008. године ове операције почињу редовно да се спроводе седмичном фреквенцијом, а тада је повећан и њихов обим. Спроводиле су се по варијабилној каматној стопи, а оно што је посебно карактеристично јесте чињеница да су се, након октобарског проширења листе колатерала, на њих примењивале различите минималне каматне стопе, а у зависности од врсте залог. У том смислу, за понуде „покривене“ хартијама које се могу користити и у редовним краткорочним операцијама, зарачунава се *3m OIS* стопа или референтна стопа Банке Енглеске у зависности од тога која је непосредно пре аукције виша. За понуде на аукцијама са „проширеним“ колатералом минимална стопа је била за 50 б.п. виша од претходне. Оваква политика каматних стопа захтевала је и одређене оперативне измене, у смислу да централна банка истовремено спроводи две аукције – једну у којој се као колатерал прихватају хартије са листе хартија која

⁶⁹ “*The Development of the Bank of England’s Market Operations*”, 2008., Consultative paper, www.bankofengland.co.uk, стр. 9.

важи и за краткорочне операције, и другу врсту аукција на којој се прихватају хартије са шире листе. У наредном периоду мењане су фреквенција и обими понуде на овим аукцијама а у зависности од промене тржишних услова. С обзиром да су кроз повећане дугорочне операције формиран привремени вишкови ликвидности, Банка Енглеске је октобра 2008. године отпочела са емисијом и продајом краткорочних записа (*Bank of England Sterling Bills*) са 1W рочношћу. Временом су мењани модели и обими ових аукција, док тржишни услови нису постали такви да је престала потреба за њиховим организовањем, због чега су и укинута. Од јуна 2010. године специјалне (проширене) 3m операције обезбеђења ликвидности су замењене дугорочним индексираним (за стопу Банке Енглеске) репо операцијама рочности од 3m до 6m које се углавном спроводе месечном динамиком. Касније, када је криза у евро-зони прерасала у фискалну кризу, Банка Енглеске је увела и могућност посебних шестомесечних репо операција (*Extended Collateral Term Repo - ECTR*) које се, по потреби, могу активирати у случају већих турбуленција на тржишту. Ове операције су најављене децембра 2011. године а активиране јуна 2012. године. Разлика у односу на претходно поменуте операције је у далеко ширем колатералу, при чему се потреба за њиховим организовањем сагледава једном месечно.

- увођење специјалног програма ликвидности (*Special Liquidity Scheme - SLS*), априла 2008. године са циљем привремене (до три године) замене хипотекарних (*RMBS*) и осталих хартија за државне хартије. Ово како би финансијске институције располагале већим портфељом хартија које се могу користити у операцијама са централном банком. Поред тога, ове операције су требале да подстакну и закључивање осигураних међубанкарских трансакција као и да смање могућност великих или изненадних промена тражње за новцем. Програм се односио само на хартије које су се крајем 2007. године налазиле у билансима финансијских институција у УК. Ради заштите од ризика, замена хартија је спровођена уз истовремену примену *hair-cut*-а и дневног усклађивања вредности размењених хартија (*remargening*). На свака 3 месеца финансијске институције плаћале су Банци Енглеске накнаду за коришћење државних записа, а она се обрачунава као разлика између 3m Libor – 3m GC репо стопа са државним обвезницама (у просеку, у периоду април 2008 – јануар 2009. године она је износила 115 б.п.). Иако је *SLS* „прозор“ затворен јануара 2009. године, програм је остао на снази наредне три

године (до јануара 2012. године) у ком периоду су финансијске институције морале да изврше поновну размену иницијално замењених хартија. У периоду од априла 2008. до јануара 2009. године финансијске институције су по основу овог програма привремено повећале свој портфељ државних хартија за 185 млрд GBP (вредност замењених хартија износи 287 млрд GBP);

- иако је *SLS* програм допринео делимичном оживљавању трансакција, и даље присутан проблем ликвидности наметнуо је потребу увођења додатних операција. Због тога је октобра 2008. године усвојена тзв. *Discount Window* олакшица. Реч је о стално отвореном „прозору“ преко којег чланице шеме минималне резерве могу од Банке Енглеске позајмити државне обвезнице (*gilts*) на рокове до 30 дана, односно 364 дана, у замену за широку лепезу других хартија (замена ризичног колатерала сигурнијим хартијама). Ову позајмицу, односно “замену” хартија централна банка обавља уз одређену накнаду чији износ зависи од квалитета хартија датих као колатерал и укупног обима позајмица. Чињеница да је ова олакшица стално доступна, као и да је иницијатива за њено коришћење на финансијској институцији, чини је различитом од *SLS* програма. Сама трансакција нема утицај на обим ликвидности који Банка Енглеске обезбеђује кроз редовне операције, што значи да се њени ефекти не морају стерилисати кроз друге монетарне операције. Централна банка има потпуно дискреционо право приликом доношења одлуке о прихватању/одбијању захтева за позајмицу хартија, при чему се институцијама чија је солвентност значајно нарушена захтев неће одобрити већ ће исте бити упућене на специјални државни програм. Сврха увођења ове олакшице била је да се тржишним трансакторима јасно стави до знања да ће кроз њу увек моћи да дођу до неопходне ликвидности. Иницијално, позајмица је могла да се врши на рок до 30 дана при чему је могла бити затворена и пре њеног истека. Ипак, актуелни услови на финансијском тржишту наметнули су потребу продужења ове олакшице због чега је, фебруара 2009. године, уведена нова погодност са роком до 364 дана. Како би се избегле шпекулације било које врсте, централна банка, у одређеној временској динамици, објављује агрегатне податке о коришћењу ове олакшице (раздвојено по рочностима). У оквиру ове позајмице могу се користити хартије чија је листа знатно шира од листе која је важила за *SLS* програм. Хартије су подељене у четири нивоа (А, В, С и D) и могу бити деноминирани у различитим валутама, при чему њихов кредитни рејтинг мора бити потврђен од најмање две

рејтинг агенције (*Fitch, Moody's* или *S&P*). Приликом обрачуна вредности заложених хартија користе се одређени проценти умањења (*hair-cut*) а посебно на: хартије које нису деноминирани у фунтама; хартије чија се тржишна цена не може јасно утврдити; хартије чији је рејтинг смањен. Вредност заложених хартија предмет је свакодневне ревалоризације (*re-margening*). Позајмљене хартије могу да се користе у операцијама са централном банком, али не и за кредитне олакшице. Ова олакшица није усмерена на обезбеђење државних обвезница тачно одређених карактеристика, имајући у виду да би такво поступање могло да доведе до преплитања ове олакшице са политиком управљања јавним дугом, што није пожељно. Накнаде које централна банка зарачунава за позајмљивање хартија, зависиће од врсте колатерала (ниво А, В, С или D), учешћа ових позајмица у укупним утрживим обавезама те институције, као и иницијалног рока на који се позајмица одобрава (за рок изнад 30 дана наплаћује се додатних 25 б.п.). *Discount Window* олакшица је тако дизајнирана да више служи као нека врста подршке (*backup*) а не као регуларан извор ликвидности. Из тих разлога, Банка Енглеске задржава право да од институције затражи образложење у случају наглог раста захтева за позајмицама, након чега се могу затражити и додатна појашњења. Ова чињеница, као и релативно високе накнаде које Банка Енглеске зарачунава, дестимулисаће прекомерно и неоправдано коришћење тог „шалтера“. Са друге стране, сама могућност њеног коришћења може умањити вероватноћу појаве великих и наглих измена тражње за новцем, што би значајно отежало имплементацију мера монетарне политике;

- почетком 2009. године отпочео је и *QE* програм кроз *Asset Purchase Facility*. Ова олакшица, односно погодност уведена је као додатно средство у “борби” за поправљање свеукупних услова националне економије. Као таква, она је превасходно усмерена на повећање ликвидности на тржишту корпоративних хартија (*Corporate Bonds*). Предмет куповине у оквиру ове олакшице може бити високо-квалитетна актива корпоративног сектора: комерцијални записи, корпоративне обвезнице, хартије издате у оквиру програма осигурања кредита, синдикализовани зајмови и хартије емитоване по основу секјуритизације. Реч је о корпорацијама које имају значајно учешће у укупним привредним активностима земље, те је финансијска подршка управо овој категорији корисника изузетно важна. Услови операција у смислу учесника (дилери, инвеститори, маркет-мејкери

и сл), начина (билатерално или аукција), динамике операција, цене и премија, зависе од врсте хартије, емитента и преовлађујућих тржишних услова. Марта 2009. године ова олакшица је проширена и на аукцијску куповину конвенционалних државних обвезница (*Gilts*). Куповина ових хартија обављала се кроз аукције које се организују одређеном динамиком, за хартије различитих рочности, при чему је Банка Енглеске унапред објављивала укупан износ обвезница које намерава да купи, али без специфицирања износа по појединим рочностима. Расподела планираног обима куповине по појединачним хартијама зависила је од атрактивности понуђене каматне стопе на њу, а уважавајући њену актуелну тржишну цену. Иницијално је било планирано да се куповина ових хартија спроведе у периоду од три месеца, а од ње се очекивало да поред тржишта капитала да снажан замајак и кредитним пословима банака као и свеукупној привредној активности. *Asset Purchase Facility*, за коју је иницијално било предвиђено да Банка Енглеске издвоји 75 млрд GBP, представља у историји ове централне банке прву употребу тзв. неконвенционалних мера. Временом је обим олакшице повећаван и достигао је обим од 375 млрд GBP, при чему су у оквиру ње углавном куповане конвенционалне државне обвезнице.

- јула 2012. године уведена је посебна шема за финансирање, тзв. *Funding for Lending Scheme – FLS*, у кооперацији Банке Енглеске и Управе за јавни дуг (Трезор). Шема је уведена у циљу подстицања банака да финансирају сектор становништва и привреде, са акцентом на мала и средња предузећа. У оквиру шеме могу се позајмити трезорски записи под релативно повољним условима, у замену за неке друге хартије (иста листа као и у случају *Discount Window* олакшице). Сама могућност коришћења позајмице по повољним условима условљена је растом нето кредитне активности. Приликом увођења наглашен је привремени карактер шеме, при чему се она, уколико тржишни услови то налажу, може продужити. Увођење ове шеме допринело је паду каматних стопа на кредитном сегменту тржишта. С обзиром на те резултате, након истека прве фазе ове Шеме (јануар 2014. године), Банка Енглеске и Трезор су крајем 2013. године донели одлуку да наставе са другом фазом подстицаја кредитне активности кроз ову Шему, али са фокусом на малим и средњим предузећима у 2014. години. Крајем 2014. године, Шема је

продужена и на 2015. годину и има исти циљ – да спречи раст цене на кредитном тржишту за мала и средња предузећа⁷⁰.

- измењена је и функција сталних олакшица крајем октобра 2008. године тако што је њихова употреба предвиђена само за превазилажење изузетно краткорочних проблема у функционисању тржишта преконоћних позајмица (*liquidity insurance*) и/или платног система а не за дугорочно финансирање проблематичних институција⁷¹. Због тога је и њихов назив измењен у оперативне олакшице. Октобра 2009. године проширен је приступ овим олакшицама на већи број финансијских институција, тј. оне нису ограничене само на чланице шеме минималне резерве.
- у истом периоду, тј. крајем октобра 2008. године проширена је и лепеза учесника и за друге операције са Банком Енглеске, како би се и мањим институцијама омогућило квалитетније управљање ликвидношћу. Чињеница да су поједине банке претрпеле велике губитке када су информације о коришћењу кредита за ликвидност у хитним случајевима (*Emergency liquidity assistance*) доспеле у јавност, утицала је да Банка Енглеске измени политику објављивања података о коришћењу ових олакшица.
- марта 2009. године привремено је суспендован систем минималних резерви (суспензија и даље важи) и обустављено је спровођење редовних операције финог подешавања ликвидности које су спровођене последњег дана обавезне резерве. Референтна каматна стопа снижена је на историјски минимум од 0,5% а стопа на депозитне олакшице је снижена на 0%. Од тог периода Банка Енглеске плаћа камату на све резерве које банке држе код ње. Због измењених тржишних услова, од 2015. године могу се чути опречне изјаве званичника Банке Енглеске у погледу корекције кључне стопе.

⁷⁰ <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/default.aspx>.

⁷¹ Bank of England Market Notice: *Changes to the eligibility criteria for access to reserves accounts and other sterling monetary framework facilities*, October 2009.

5.2. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ТРЖИШНЕ КАМАТНЕ СТОПЕ ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Осигурање ефикасног функционисања тржишта новца од кључног је значаја за централну банку, имајући у виду да сегмент краткорочних трансакција на том тржишту представља први корак у трансмисионом механизму мера монетарне политике. Због тога би његово нарушавање могло да замагли давање сигнала о ставу монетарне политике, а тиме и ефикасну имплементацију ове политике.

Евро-тржиште новца чине тржиште неосигураних трансакција, тржиште осигураних трансакција (највеће по обиму) и ОТС тржиште које чине: ОИС (*overnight - Eonia interest rate swaps*) сегмент; сегмент осталих ИРС (*other interest rate swaps*); ФРА (*forward rate agreements*), FX swaps и ХССУ swaps (*cross-currency swaps*) сегмент.

Реперне каматне стопе које имају важну улогу са аспекта објашњавања кретања и указивања на трендове са јединственог евро-тржишта новца су: *Eonia*, *Euribor*, *Euro Libor* које се односе на тржиште неосигураних трансакција, *Eurepo* (установљена 2002. за тржиште осигураних трансакција) и *Eonia swap index* (установљена 2005. за ОТС тржишни сегмент)⁷².

Као индикатор ефикасности евро-тржишта новца најчешће се користи спред између *Euribor* и *OIS* стопа на међубанкарске трансакције реперних рочности. Њихова разлика представља премију коју тржишни трансактори зарачунавају на неосигуране трансакције одређених рочности. Као таква, она указује на ставове и очекивања актера у погледу будућих кретања на тржишту новца. Уз њега, често се користи и спред између *Euribor* и *Eurepo* стопа за исте рочности који указује на премију за кредитни ризик, с обзиром да се врши поређење стопе на неосигуране и стопе на осигуране трансакције истих рочности. Ипак, последњих година у академским круговима могу се чути извесна неодобравања употребе *Euribor* и *Libor* стопа као индикатора ефикасности тржишта новца. Ово из разлога што оне представљају котације само првокласних банака, чиме се отвара простор дилеми у којој мери би остали тржишни трансактори имали подједнако „повољан“ приступ овим средствима. Такође, бројне

⁷² European Central Bank, *Euro Money Market Study*, February 2009, стр. 10 – 11.

малверзације које су банке чланице панела вршиле у смислу утицаја на вредност ових каматних стопа за које је везан велики број финансијских уговора, а које су временом откривене и завршиле се као својеврсни скандали, довеле су до неопходности ревизије критеријума за учешће у панелу банака као и начина формирања ових стопа, и њихових рочности, у циљу обезбеђења њихове веће поузданости. Услед скандала који су пратили формирање ових стопа, од 2008. године се бележи нагли пад учешћа дужници хартија чије су каматне стопе везане за *Euribor*. С обзиром на заступљеност ових стопа у кредитним аранжанима, тј. финансијске реперкусије које њихови погрешни обрачуни могу произвести, питање повећања кредибилности ових стопа мора укључити и централне банке. У перспективи, треба размотрити боље уређење ове материје, тј. већи надзор над процесом утврђивања *ibor* међубанкарских каматних стопа, кроз увођење контролних механизма и казних мера. С друге стране, с обзиром да је учешће у панелу банака које дају контрибуције за формирање ових стопа добровољно, требало би да се размотри и механизам за стимулације уласка институција у панел, који ће спречити шпекулативне мотиве, с једне стране, а само чланство у панелу учинити атрактивним, с друге стране. Један од могућих начина јесте увођење јасних критеријума за чланство у панелу, обавеза и казних мера с једне стране, и обезбеђење првелегованих информација чланицама панела, с друге стране.

5.2.1. Цена новца на евро-тржишту новца од настанка светске финансијске кризе

Кредитна контракција, константно опадајуће цене активе, неповерење међу тржишним трансакторима, значајан пад портфеља квалитетних хартија од вредности, све су то услови у којима су се затекли финансијски системи развијених земаља августа 2007. године. Свеукупна ситуација имала је значатан утицај на функционисање тржишта новца, што се посебно одразило кроз контракцију активности и високе каматне спредове, и као такво, захтевало је хитну реакцију централних банака.

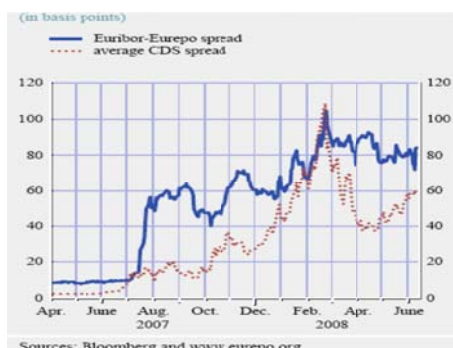
Паралелно са падом укупног обима трговања на евро-тржишту новца, светска финансијска криза узела је свој „данак“ и кроз високу цену новца коју су неликвидне банке морале да плате. Другим речима, хронични недостатак ликвидности, све израженији ризици, као и опште неповерење међу тржишним трансакторима

представљали су иницијалну капислу наглог скока *bid* и *ask* спредова за све врсте и рочности трансакција, а посебно неосигуране дугорочне позајмице.

Са есклацијом светске финансијске кризе, анализа кретања релевантних *Euribor - Eurepo* спредова указала је да се њихове растуће вредности не могу објаснити само повећаним кредитним већ и ризиком ликвидности који је, у појединим периодима, био главна детерминанта „зидања“ каматних стопа за различите врсте и рочности трансакција. Ово из разлога што су трансактори имали страх да ће им средства која су другима позајмили затребати и пре окончања закључене трансакције. У том случају, сада би они могли да дођу у ситуацију да средства позајмљују на тржишту по неповољним каматама, те су и овај ризик морали да уграде у цену новца. Ово је посебно било изражено за дуже рочности, због чега су и њихове премије забележиле драстичан раст. Уколико потенцијални зајмопримац није био спреман да плати ову цену, банка је средства радије изнова пласирала преко ноћи и тако их укамаћивала.

У истом смеру кретао се и *3m Euribor – Eonia Swap Index spread*. Додатно, уколико се упореди кретање *Euribor - Eurepo* спреда са кретањем просечног годишњег CDS (*credit default swap*) спреда, може се извести недвосмислени закључак да од августа 2007. до јануара 2008. године а потом и од марта 2008. године цена новца није доминантно била одређена премијом за кредитни ризик, те да је и премија за ликвидност била битна детерминантна зидања цена на евро-тржишту новца.

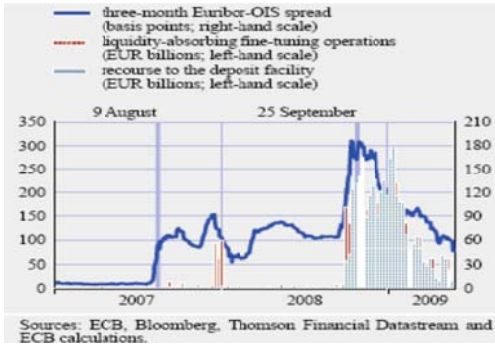
Графикон 15: *Euribor-Eurepo* спред и просечни CDS спред у периоду април 2007 – јул 2008



Извор: Bloomberg и www.eurepo.org.

Уважавајући наведено, кретање цене новца на евро-тржишту новца се у току тзв. кризног периода, може поделити у три фазе (графикон бр. 16).

Графикон 16: Три фазе на међубанкарском сегменту евро-тржишта новца



Извор: ЕЦБ калкулације, Bloomberg и Reuters.

Прва фаза у кретању цене новца односи се на период до августа 2007. године када је *3m Euribor-OIS* спред био изузетно низак и стабилан и у просеку се кретао на нивоу од око 3 – 5 б.п. (графикон 17). Друга фаза почела је 9. августа 2007. године када је овај спред нагло повећан и у наредних годину дана је био прилично широк и волатилан. Септембра 2008. године додатне тензије узроковале су раст овог спреда на нивое који пре тога нису били забележени. Тада почиње трећа фаза. Кретања на тржишту новца у овој фази (након 25. септембра 2008. године) била су под утицајем неколико кључних догађаја (графикон бр. 18).

Графикон 17: 3m Euribor-OIS и US Libor-OIS спред у периоду јан 07 – мај 09



Извор: ЕЦБ калкулације, Bloomberg и Reuters.

Графикон 18: Прелазак у трећу фазу и главни догађаји у периоду сеп - нов 2008



Извор: ЕЦБ калкулације, Bloomberg и Reuters.

Управо тада ЕСВ је имплементирала читав низ стандардних и нестандартних мера које су описане у претходном поглављу. Као резултат мера ЕСВ-а усмерених на обезбеђење ликвидности, али и усидравање осцилација кључних каматних стопа, овај спред се у периоду новембар 2008 – јун 2009. године константно сужавао. У јуну 2009. године се пак бележе изузетно волатилна кретања. Тако су стопе на неосигуране трансакције (*Euribor*) углавном бележиле пад. Са друге стране, *Eonia swap* стопе углавном су расле до половине јуна да би пред крај месеца пале на релативно низак ниво. То је резултирало благим растом 3m *Euribor – OIS* спреда. Управо тада, ЕСВ се одлучује на убризгавање рекордног износа ликвидности кроз 12m операције. На дан салдирања те трансакције евро-тржиште новца било је преплављено ликвидношћу у износу од чак 442 млрд EUR. Одмах потом, односно 1. јула, *Eonia* је била на нивоу од 0,34% што је било за 0,66 п.п. ниже од референтне стопе ЕСВ-а и свега 0,09 п.п. више од стопе на депозитне олакшице. Од тог периода па до септембра 2009. каматне стопе на тржишту новца бележе пад, све до 2011. године.

Ескалација фискалних криза и раст захтева за коришћење ЕЛА (*Emergency Liquidity Assistance*), индуковали су неповерење међу тржишним трансакторима и довели до поновног раста тензија на евро-тржишту новца крајем 2010. године, које се изнова почиње поларизовати. Бележи се изванредан раст 3m *Euribor – OIS* спреда, али овај раст није био ни приближан расту спреда између каматних стопа на државне хартије појединих земаља и *OIS*-а. Док су бројни програми обезбеђења ликвидности и откупа конкретних хартија који су уследили довели до тога да се 3m *Euribor – OIS* спред на крају 2012. године спусти на историјски минималне нивое, њихов ефекат, иако видан и на плану цене државних хартија, није успео да потпуно неутралише ефекте тензија изазване фискалним кризама и неопходношћу спровођења фискалних реформи.

Коначно, својом политиком ниских каматних стопа која се спроводи од марта 2008. године, као и моделом аукција који подразумева задовољење укупне тражње банака, централне банке најразвијенијих земаља допринеле су да се политика „јефтиног“ новца одржи у дужем периоду те да каматне стопе на кључним тржиштима новца буду на историјски ниским нивоима. Поред ниских каматних стопа, овоме су свакако допринели и бројни *QE* програми убризгавања ликвидности.

5.3. МОНЕТАРНЕ ОПЕРАЦИЈЕ И ЛИКВИДНОСТ ТРЖИШТА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Када је реч о евро-тржишту новца, подаци недвосмислено показују (потврђују) да оно није било поштеђено утицаја светске финансијске кризе. Наиме, између јуна и почетка августа 2007. године, растао је број европских финансијских институција које су, због пласмана средства на америчко тржиште хипотекарних кредита, све више улазиле у зону неликвидности. Пад укупне ликвидности и губитак поверења узроковали су, први пут од 2004. године, пад укупног обима трговања на евро-тржишту новца. У коначном ефекту, августа 2007. године, ово тржиште је готово паралисано. У периоду који је уследио забележен је пад активности на тржишту осигураних трансакција, које је, и поред тога, остало најзначајнији сегмент евро-тржишта новца. Уз њега, пад се бележи и на сегменту неосигураних трансакција као и на *OIS* сегменту тржишта новца. Са друге стране, изузетно високе осцилације *Euribor* стопа преусмериле су пласмане са *OIS* на друге сегменте *OTC* тржишта (*FRA* и остале *IRS*), како би кроз ове инструменте банке хецовале (заштитиле) своју позицију ликвидности. Паралелно са падом обима трговања, промењена је и рочна структура закључених трансакција. У том смислу, активности на тржишту новца у још већој мери се концентришу на кратке рочности. Ово јер је свеprisутнији кредитни ризик условио примену рестриктивније политике позајмљивања средстава, како по питању прихватљивог колатерала, тако и по питању квалификованих зајмопримаца. Сума сумарум, од 2008. године тржиште осигураних трансакција показало је отпорност бележећи раст, остајући тако највећи тржишни сегмент. Са друге стране, на тржишту неосигураних трансакција просечан обим трансакција је контрахован и није враћен на преткризни ниво, тј. један део ових трансакција преусмерен је на тржиште осигураних позајмица. Дакле, јасно је да је највећи данак по тржиште новца у првом таласу финансијске кризе био евидентиран кроз пад ликвидности, која је надомештена операцијама централних банака. Други крак утицаја који није потпуно неутралисан, упркос напорима монетарних власти, односи се на неповерење међу тржишним трансакторима.

Шта се заправо десило? Нови тржишни услови диктирали су и нове мере монетарне политике. Политика спровођења монетарних операција од стране ЕСВ-а била је усмерена на убризгавање ликвидности на дуже рокове, што је резултирало и изменом у

политици управљања резервама у односу на политику која је постојала у периоду пре појаве финансијске кризе. Дакле, у тзв. кризној фази која је трајала од колапса *Lehman Brothers*-а до ескалације фискалне кризе, операције Евросистема махом су биле усмерене на обезбеђење високих обима ликвидности на дуже рокове, како би се спречило да се тензије са дугорочних сегмената тржишта новца прелију на краткорочне сегменте. У истом циљу ЕЦБ је, кроз своје операције, настојала да обезбеди знатно веће обиме ликвидности на почетку обрачунског периода и тиме спречи ескалацију тржишних каматних стопа узроковану јаком тражњом за средствима евидентираном у тим данима. То је довело до појаве тзв. „*frontloading*“ политика дистрибуције ликвидности. Све већи број финансијских институција почиње да се ослања на главне операције рефинансирања ЕЦБ-а код којих се бележи значајан раст броја учесника. Акумулација ликвидности из превентивних разлога, уз растуће неповерење међу тржишним трансакторима, доводи до тога да депозитне олакшице ЕЦБ-а бележе нагли раст. У мају 2009. године ЕЦБ је проширила лезу својих дугорочних операција уводећи нову – 12м рочност, чији је обим опредељен тражњом (100% реализација), а у циљу подршке кредитној активности. Прва операција спроведена је јуна 2009. године када је ЕЦБ у финансијски систем убризгала чак 442 млрд EUR, што је представљало највећу ињекцију у историји ове банке (у том моменту овај износ је представља око 70% ликвидности ЕЦБ-а и 5% БДП-а земаља евро-зоне). На наредне две 12м операције тражња за резервама је била далеко нижа. Све наведено утицало је да ЕЦБ, која је пре светске финансијске кризе углавном обезбеђивала резерве до нивоа потребног за ефикасну имплементацију мера монетарне политике, постепено пређе у позицију посредника између банака. Спознаја тржишних трансактора да ће централна банка предузети све потребне мере ради стабилизације тржишта, довела је до заустављања даље деторијације међубанкарских токова. Ипак, иако је операцијама ЕЦБ-а ликвидност у систему надомештена, поверење међу тржишним трансакторима није у потпуности враћено на преткризни ниво.

Након првог таласа кризе, када је својим мерама настојала да спречи колапс финансијских тржишта, у наредној фази кризе циљ мера ЕЦБ-а више је био усмерен на оживљавање контраховане кредитне активности. Генерална оцена је да су кроз своју политику убризгавања ликвидности током 2009. године и у првој половини 2010. године централне банке успеле у својој намери, премда није једноставно извести овај

закључак с обзиром да није само ликвидност та која опредељује кретања на кредитном сегменту тржишта. Другим речима, остаће као отворено питање где би била кредитна активност, тј. колико би се контраховала, да су изостале реакције централне банке. Не треба потцењивати ни снагу аргумента да убризгавање ликвидности не значи нужно да ће средства бити искоришћена за кредитирање. Ипак, ако је судити по резултатима анкете о кредитној активности у евро-зони у периоду 2008 – 2010. година (*Bank lending survey for the euro area*) као фактори који су имали позитиван утицај на кредитну активност оцењени су елементи на које централна банка има најдиректнији утицај, а то је позиција ликвидности банкарског сектора, док су међу факторима са највећим ограничавајућим дејством означени неизвесност у погледу будуће економске активности и перформансе клијента. Већи ефекат на кредитном сегменту тржишта забележен је у делу кредитирања сектора становништва, док су се корпорације радије одлучивале за прикупљање средстава кроз емисију дужничких хартија, а за кредите тек уколико немају могућности за тржишно финансирање. Услед тога је ефекат мера централних банака на тржиште корпоративних дужничких хартија био већи у поређењу са њиховим ефектом на кредитни сегмент тржишта. Наиме, ревидирана политика колатерала, убризгавање ликвидности и нестандарде мере централних банака, али и стимулативан каматни диференцијал (већи приноси на корпоративне хартије него државне хартије), погодовали су тржишту корпоративних хартија на којем се бележи раст понуде и тражње (нпр. у 2012. години обим емисије корпоративних хартија у евро-зони био је 60% виши у поређењу са 2011. годином).

Како ни увођење тада најдуже 12m операције маја 2009. године није оживело кредитну активност банака, ЕЦБ је јула 2009. године усвојила и програм куповине тзв. покривених обвезница (*Covered bond Purchase Programme* - CBPP) у укупном износу до 60 млрд EUR. Операције у оквиру програма CBPP у току којег су купљене 422 различите обвезнице, од којих 27% на примарном тржишту и 73% на секундарном тржишту, позитивно су се одразиле на ликвидност и каматне стопе на примарном тржишту покривених обвезница, те се, на бази тих параметара, може констатовати да су имале подстицајан утицај на овај сегмент тржишта (куповане су махом обвезнице преостале рочности 3 до 7 година). У појединим земљама управо се након увођења CBPP примећује нагли раст броја издаваоца ових хартија као и раст ликвидности на примарним тржиштима ових хартија, због чега се и опоравак тог тржишног сегмента доводи у директну везу са овим програмом.

Због високе ликвидности која је у међувремену креирана у систему, а која се огледала кроз ниво депозитних вишкова и слободних резерви, ЕЦБ је од краја 2009. године започела постепено смањење свог доминантног утицаја на тржиште, смањујући обиме и рачност монетарних операција. Ипак, ескалација фискалних криза и консеквентна деторијација рејтинга појединих држава, утицали су да од маја 2010. године ЕЦБ отпочне различите програме подршке конкретним тржишним сегментима. Фокус мера ЕЦБ-а померен је са кредитних тржишта на тржишта државног дуга и тржишта конкретних корпоративних хартија. Први програм који је уведен био је *Securities Market Program (SMP)*, намењен подршци тржишта јавног и приватног дуга, тј. државних хартија земаља које је потресала фискална криза као и хартија неких економски значајних емитената, у циљу обезбеђења њиховог финансирања које је било угрожено. Како би се неутралисао монетарни ефекат овог програма, ликвидност која је убризгана у систем путем операција куповине државних хартија, ЕЦБ је настојала да стерилише кроз посебне монетарне операције (аукције депозита по фиксним условима). *SMP* је био важан фактор опоравка тржишта државних хартија али и могућности појединих земаља да финансирају буџетски дефицит. С обзиром да је кредитни рејтинг појединих земаља евро-зоне, а тиме и њихових државних хартија, снижен на ниво који није прихватљив у операцијама ЕЦБ-а, ревидирана је и политика колатерала (минимални потребни рејтинзи за поједине хартије су снижени). Тиме је задржана могућност коришћења ових хартија у операцијама са ЕЦБ-ом, што је имало утицај на њихову ликвидност. Поред ЕЦБ-а, и *Fed*-ови програми квантитативних олакшица били су један од кључних фактора који су допринели одржању тржишта државних хартија у многим земљама у развоју, с обзиром да су висока ликвидност и *Fed*-ов јефтин новац, „тражили свој пут“ ка профитносним пласманима. По том основу дошло је до извесне промене структуре власништва на државним хартијама издатим од стране земаља чланица евро-зоне. Тако је нпр. код Луксембурга, Кипра, Естоније и Словеније повећано учешће нерезидената у портфељу државних хартија, што их је учинило и рањивијим на изненадан прекид прилива капитала.

Бројне своп линије које су уведене између водећих централних банака с циљем обезбеђења ликвидности у дефицитарним валутама, пре свега у доларима и швајцарским францима, такође су смањиле тензије на кључним тржиштима новца. У случају да је

координирана акција централних банака изостала, тржишта би била погођена растом каматних стопа на те валуте и неповољним кретањима валутних паритета.

Уз све монетарне операције и нестандартне мере, од маја 2010. године увођене су и различите олакшице/механизми попут *European Financial Stability Facility (EFSF)* и *European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)* намењени за финансирање програма предострожности, докапитализације банака и куповине хартија на примарним и секундарним тржиштима, као и *European Stability Mechanism (ESM)* који је заменио претходна два механизма. Основни циљ ових механизма био је директна финансијска интервенција усмерена ка појединим државама и банкарским системима, уз обавезу увођења специфичних мера које ће гарантовати поштовање одређених правила.

Сума сумарум, може се рећи да су монетарне операције централних банака током финансијске кризе, као и у фази фискалних криза, имале опредељујући утицај на кретања каматних стопа и ликвидносне услове на великом броју тржишних сегмената, као и на очување стабилности финансијског система.

5.3.1. Политика колатерала централне банке у условима финансијске кризе

Политика колатерала централне банке може бити, а најчешће и јесте, веома важан фактор утицаја монетарне политике на ликвидност и каматне стопе на тржишту новца. Наиме, приликом дефинисања врсте хартија које могу бити предмет купопродајних трансакција у њеним операцијама, централна банка се углавном руководи тиме да то морају бити неризичне или мање ризичне хартије, како би се кредитни ризик операција минимизирао. Ипак, избор колатерала није једноставан и може бити опредељен циљевима саме операције, али и великим бројем других фактора. Услед тога, критеријуми за листу дозвољеног колатерала у операцијама са централном банком подложни су променама.

Поред тога, у условима смањења обима адекватног колатерала за монетарне операције, услед смањења рејтинга емитената појединих хартија и пада њихове вредности, централна банка може привремено да прошири листу дозвољеног колатерала, што најчешће и ради у стресном периоду. То се може учинити кроз смањење дозвољеног

рејтинга емитентна хартије, као и кроз укључивање нових врста хартија на листу колатерала.

Један од фактора који може имати важну улогу у избору колатерала и укупној политици колатерала, јесте и опредељење централне банке да ли жели да њене операције имају неутралан ефекат или пак кроз њих она жели да оствари већи утицај на цену и тражњу за колатералом. Неутралнију политику колатерала централна банка може постићи тако што ће обезбедити да обим хартија које се користе у њеним операцијама буде релативно низак у поређењу са њиховим укупним стоком⁷³. Логика иза овакве политике је да, што се већи портфељ одређене хартије налази „заробљен“ у операцијама са централном банком, мањи портфељ ће остати расположив за шире тржиште, што ће утицати и на цену те хартије и на њену тражњу на тржишту.

Ипак, значај неутралности политике колатерала за централну банку може да варира током времена, у зависности од укупних домаћих и глобалних кретања. Тако је последња финансијска криза донела велики број новина управо у делу могућег колатерала и њиховом утицају на финансијско тржиште. Чињеница да су се хартије великог броја емитената суочавале са смањењем кредитног рејтинга, губећи тиме право да буду предмет залогe код централне банке, угрожавала је спровођење операција централне банке а тиме и стабилност финансијског система. Због тога је листа могућег колатерала за монетарне операције често ревидирана и проширивана тако да укључи и хартије нешто нижег кредитног рејтинга. Поред тога, увођени су и посебни програми квантитативних олакшица и операције са посебним циљем да се утиче на ниво и цену колатерала, као што је нпр. утицај на цену задуживања појединих земаља у евро-зони како би се обезбедило финансирање њиховог јавног дуга. Такође, поједине централне банке су циљно уводиле програме кроз које су пружале подршку важним корпорацијама које имају значајно учешће у укупним привредним активностима земље и то кроз куповину њихових комерцијалних записа, корпоративних обвезница и др. Таква политика централне банке допринела је

⁷³ Rule, G., „*Collateral management in central bank policy operations*“, Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbooks in Central banking No. 31.

одржавању или пак расту ликвидности тих тржишних сегмената и нормализацији кључних тржишних параметара. Програми су углавном ограничени у смислу временског трајања и обима, како би се спречило превелико мешање централне банке и подстицање нетржишних механизма функционисања.

Такође, у циљу заштите своје активе, централна банка може да уведе и додатне мере обезбеђења за репо (привремене) трансакције и то кроз увођење тзв. *hair-cut-a* или пак маргина (*margin call*). Дефинисање и примена *hair-cut-a* подразумева да се централна банка унапред обезбеђује од евентуалне промене цене хартија које су предмет купопродајне трансакције. У том смислу, *hair-cut* представља % умањења/увећања иницијалне цене предметне хартије, а његова висина зависи од процене ризичности саме хартије од стране централне банке. Уколико централна банка спроводи операцију куповине хартија и обезбеђења ликвидности – она примењује проценат умањења на цену хартија које купује, штитећи се на тај начин од евентуалног ризика да по окончању трансакције њихова вредност буде нижа од износа њених потраживања по основу закључених трансакција. То значи да централна банка узима већу количину хартија од оне која је потребна као обезбеђење у моменту закључења трансакције, имајући у виду њихову актуелну тржишну цену, очекиване промене цена за време трајања трансакције и њену потребу да се заштити од кредитног ризика.

Поред тога што служи као инструмент заштите потраживања централне банке, политика *hair-cut-a* коју примењује централна банка понекад може да послужи и као водич инвеститорима за пласмане у хартије од вредности на које се примењују нижи проценти *hair-cut-a*. Са друге стране, висок ниво *hair-cut-a* који централна банка примењује на одређену хартију, може исту учинити мање атрактивном за инвеститоре. На тај начин долази до извесног утицаја на формирање каматних стопа на ове инструменте, али је, на ликвидним тржиштима, тај ефекат нижи. Оно што треба имати у виду јесте да се кроз политику *hair-cut-a* тржишту може послати и погрешан сигнал о очекивањима централне банке у погледу будућег кретања цене предметне хартије, због чега централна банка мора имати транспарентну комуникацију са тржиштем у погледу улоге овог инструмента заштите. Тако нпр. *ECB* има на свом сајту читав део посвећен политици колатерала и релевантним процентима умањења вредности хартија које могу

бити предмет купопродајних трансакција са централном банком⁷⁴. Постоје јасно дефинисана правила према којима се одређују ови проценти, а полази се од врсте хартија, рејтинга емитента и преостале рочности хартија. У том смислу, све хартије су подељене у пет ликвидносних категорија, у зависности од емитената хартија. Прву категорију чине државне хартије, другу категорију чине хартије емитоване од стране локалних и регионалних државних тела, трећу групу чине обезбеђене хартије (*covered bonds*), четврта група односи се на необезбеђене дужничке инструменте кредитних институција и пета на ABS (*Asset-backed securities*).

Табела 4: Листа hair-cut-а коју ЕЦБ примењује на хартије у својим монетарним операцијама

Levels of valuation haircuts applied to eligible marketable assets										
Credit quality	Residual maturity (years)	Liquidity categories								Category V
		Category I		Category II		Category III		Category IV		
		fixed coupon	zero coupon	fixed coupon	zero coupon	fixed coupon	zero coupon	fixed coupon	zero coupon	
Steps and 2 (AAA to A-)	0-1	0.5	0.5	1.0	1.0	1.5	1.5	6.5	6.5	16
	1-3	1.5	1.5	2.5	2.5	3.0	3.0	8.5	9.0	
	3-5	2.5	3.0	3.5	4.0	5.0	5.5	11.0	11.5	
	5-7	3.0	3.5	4.5	5.0	6.5	7.5	12.5	13.5	
	7-10	4.0	4.5	5.5	6.5	8.5	9.5	14.0	15.5	
	>10	5.5	8.5	7.5	12.0	11.0	16.5	17.0	22.5	
Liquidity categories										
Credit quality	Residual maturity (years)	Liquidity categories								Category V
		Category I		Category II		Category III		Category IV		
		fixed coupon	zero coupon	fixed coupon	zero coupon	fixed coupon	zero coupon	fixed coupon	zero coupon	
Step 3 (BBB+ to BBB-)	0-1	5.5	5.5	6.0	6.0	8.0	8.0	15.0	15.0	Not eligible
	1-3	6.5	6.5	10.5	11.5	18.0	19.5	27.5	29.5	
	3-5	7.5	8.0	15.5	17.0	25.5	28.0	36.5	39.5	
	5-7	8.0	8.5	18.0	20.5	28.0	31.5	38.5	43.0	
	7-10	9.0	9.5	19.5	22.5	29.0	33.5	39.0	44.5	
	>10	10.5	13.5	20.0	29.0	29.5	38.0	39.5	46.0	

Извор: Сајт ЕЦБ-а, део о политици колатерала.

Са друге стране, увођење маргина (*margin call*) подразумева дневну евалуацију вредности хартија које су биле предмет купопродајне трансакције, а на основу њихове тржишне вредности или пак неке теоретске вредности (обрачунате на бази релевантних параметара, уколико тржишна цена није расположива). У случају када је тржишна вредност предметних хартија недовољна, тј. нижа од њихове реоткупне цене, поверилац може позвати (*margin call*) дужника (централна банка или овлашћени учесник) да надомести недостајући износ кроз додавање потребног броја хартија. Обрнуто важи у условима раста тржишне цене предметних хартија, када дужник може

⁷⁴ <http://www.ecb.int/mopo/assets/html/index.en.html>.

позвати повериоца да му врати одређени број хартија. Овај систем „заштите“ централне банке, иако оперативно захтевнији, прилично је заступљен у савременим условима пословања с обзиром да, у поређењу са политиком *hair-cut-a*, *margin call* има мањи утицај на цену инструмента који је предмет залогe. Током кризе централне банке су мењале проценте умањења/увећања дозвољеног колатерала како би, или сигнализирале мере монетарне политике или подстакле/дестимулисале одређени тржишни сегмент. Реч је о врло једноставном инструменту, који се брзо уводи и укида, али га не треба често користити јер може да доведи до конфузије на тржиштима.

Генерално, централне банке не би требало превише често да мењају политику колатерала, јер такво понашање може да има и негативне ефекте. Пре свега јер „улива“ сигурност тржишним учесницима да ће централна банка, ради очувања стабилности финансијског система, ревидирати листу на начин да се дозволи залагање и ризичнијих хартија. Тиме се подстиче и улазак у такве операције, уз веровање да ће централна банка „дабавити“ политику колатерала како би се систем сачувао. Из тог разлога, свака измена политике колатерала мора да буде пажљиво сагледана и одмерена, и праћена детаљним анализама. Такође, измене политике колатерала не смеју бити ни тако фреквентне, већ морају да буду примерене трендовима уз јасно образложење дужине трајања измењене политике (да ли је реч о привременој или трајној мери, који су циљеви измена, које ефекте по тржиште ће произвести). У земљама у развоју, са високим нивоом евроизације, упутно је да монетарне власти користе политику колатерала не само у стресним ситуацијама, већ и за подстицање пласмана у локалној валути (нпр. ограничењем колатерала само на хартије у локалној валути).

5.4. УЛОГА ОПЕРАЦИЈА РЕЈТИНГ АГЕНЦИЈА ТОКОМ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Са растом финансијске глобализације, агенције за доделу кредитног рејтинга допринеле су ефикаснијем функционисању финансијског тржишта кроз смањење информационе асиметрије између дужника и поверилаца. Али, посебно током и након последње финансијске кризе инвеститори и земље су почели да преиспитују поузданост њихових оцена кредитног рејтинга, али и да све више наглашавају улогу тих агенција у свим фазама хипотекарне кризе. Наиме, кредитни рејтинг додељен од стране реномиране кредитне агенције је веома важна компонента каматних стопа по

којима се државе, предузећа, банке, осигуравајуће компаније и други учесници задужују на финансијском тржишту. Као што је већ појашњено, нижи кредитни рејтинг значи и већи трошак задужења, док за поједине емитенте и дужнике значи понекад и потпуну блокаду приступа тржишта. У САД-у је посебно било изражено одсуство класичног финансирања кроз депозите и ослањање на тржишно финансирање (емисију хартија). Кредитне агенције су рејтинговале колатерализоване хартије (сложен финансијски производ који је током 90-их почео интензивније да се развија) користећи различите квантитативне и квалитативне критеријуме за њихову оцену. Услед одсуства транспарентности (недовољних информација) за прецизно вредновање колатерализованих хартија, инвеститори су се, без посебних провера, често превише ослањали на процену финансијских инструмената искључиво од стране рејтинг агенција. У појединим случајевима су морали да их користе, јер их је на то приморавала обавеза поштовања регулаторних стандарда у смислу држања хартија вишег инвестиционог ранга.

У свету послује преко 150 агенција за доделу кредитног рејтинга, али, упркос томе, постоји изузетно висока концентрација на тржишту рејтинг агенција – на три агенције се односи око 95% укупног тржишта (*S&P, Moody's, Fitch*)⁷⁵. Управо су се те три рејтинг агенције нашле на удару оштре критике зато што су потцениле ризик уграђен у нове, сложене хартије од вредности које су у периоду од 1997. до 2006. произвеле шпекулативи ценовни балон у САД (нпр. хипотекарне хартије од вредности и колатерализоване дужничке обавезе). Комисија задужена за анализу узрока кризе је у јануару 2011, саопштила следеће: „Три рејтинг агенције биле су кључни покретачи финансијског краха“. Хипотекарне хартије од вредности које се налазе у сржи кризе нису могле да буду пласиране на тржиште и продате без њиховог „благослова“. Другим речима, до кризе не би дошло да није било рејтинг агенција. Док су давале добре оцене, тржиште је брзо расло. Међутим, крах појединих емитената хартија и смањење њихових кредитних рејтинга које је уследило током 2007. године и 2008. године изазвао је хаос на тржиштима и међу привредним субјектима. Зараза са америчког тржишта се кроз токсичну активу и нагли пад њихових цена пренела и на остала тржишта. Десило се да је за преко 90% хипотекарних хартија за које је држава гарантовала, које су имале највиши ААА рејтинг, и које би требале да имају

⁷⁵ Yilmaz Bayar „Recent Financial Crises and Regulations on the Credit Rating Agencies“, www.sciedu.ca/rwe Research in World Economy, Vol. 5, No. 1; 2014.

вероватноћу *default*-а од свега 1%, рејтинг заправо снижен на *junk* статус. Додатно, показало се да рејтинг агенције нису добро вршиле свој посао ни када је у питању рејтинговање компанија и банака попут *Lehman Brothers* и *American International Group* које су у свом портфељу имале управо хипотекарне хартије чији је рејтинг био потпуно „потопљен“. У моменту када је прва отишла у банкрот а друга је била предмет *bail-in*-а, обе су имале рејтинг А-

Додатан проблем настао је са рејтинговањем држава а тиме и државних хартија. Јачина утицаја рејтинга ових хартија постаје јасна ако се има у виду да се на тржиште ових хартија односи око 40% укупног тржишта обвезница. Упркос више него очитим проблемима са којима су се поједине земље суочавале (сви макроекономски, посебно фискални показатељи, су недвосмислено указивали на то) рејтинг агенције им нису снижавале рејтинге. Управо супротно, у очекивању конвергенције ка ЕУ рејтинг им је најчешће био подизан. Такви необјективни рејтинзи значили су да су земље са високим фискалним неравнотежама и даље имале приступ јефтиним изворима финансирања (задуживале су се по ниским каматним стопама), тј. инвеститори су, руковођени добрим рејтинзима, усмеравали своје пласмане у те хартије. Маја 2010. године када је „експлодирала“ криза јавног дуга у Грчкој, а потом и неким другим земљама у Европи, уследило је спирално снижење кредитног рејтинга и „изгледа“ тих земаља. То је кризу само продубило јер су каматне стопе по којима су те земље могле да се задуже на тржишту нагло повећане, поједине државе нису ни могле да се задуже на тржишту и нису могле да финансирају доспеле обавезе, а њихове хартије које су се налазиле у портфељима банака постале су неадекватан колатерал за операције са ЕСВ-ом (попут грчких обвезница, због чега је ЕСВ често ревидирала најнижи инвестициони ниво за листу прихватљивог колатерала). То је резултирало и формирањем *European Stability Mechanism* (ESM) са циљем директне финансијске интервенције која је усмерена ка појединим државама и банкарским системима, уз, као што је већ речено, обавезу примене конкретних мера које ће гарантовати поштовање одређених правила.

Табела 5: Број повећања и смањења кредитног рејтинга

Country	Total Changes	Ratings		Outlooks	
		Upgrades	Downgrades	Upgrades	Downgrades
Austria	3	0	1	0	2
Belgium	7	0	3	0	4
Cyprus	23	1	18	0	4
Estonia	15	4	3	5	3
Finland	1	0	0	0	1
France	5	0	2	0	3
Germany	1	0	0	0	1
Greece	36	3	23	3	7
Ireland	26	0	15	4	7
Italy	10	0	7	0	3
Luxembourg	2	0	0	0	2
Malta	5	0	3	0	2
Netherlands	2	0	0	0	2
Portugal	19	0	14	1	4
Slovakia	12	2	2	3	5
Slovenia	16	0	10	1	5
Spain	18	0	15	0	3

Извор: S&P, 2013, *Moody's*, 2013 и *Fitch*, 2012.

Због њихове неспорне улоге током кризе, покренуте су и тужбе против рејтинг агенција. Тако је нпр. Италија тужила *Standard&Poor's* и *Fitch*, због тржишне манипулације снижења рејтинга Италије током 2011. и 2012. године, у периоду када се евро-зона генерално суочавала са кризом јавног дуга. У јануару 2012. године агенција *Standard&Poor's* је снизила рејтинг Италије за 2 нивоа са А на ВВВ-, док је агенција *Fitch* снизила рејтинг Италије са А+ на А-. Главна ставка тужбе је да су рејтинг агенције, а посебно велика тројка (*Standard&Poor's*, *Moody's* и *Fitch*) објавиле своје извештаје пре затварања финансијских тржишта и тиме створиле простор за панику и манипулацију који су додатно подигли приносе италијанских обвезница. Сам истражни поступак почео је већ 2011. године, а у поступку је изјаву дао и *Mario Draghi*, тадашњи гувернер централне банке Италије. По оцени многих Италијана, одлуке рејтинг агенција су у великој мери нарушиле поверење у одрживост јавног дуга Италије, чиме је био „трасиран“ пут ка тадашњем „грчком“ сценарију. Оно што је криза свакако наметнула као закључке је да би било добро када би: (1) постојала свест да кредитни рејтинг представља само стручно мишљење које може бити и погрешно; (2) рад кредитних агенција био стриктније регулисан.

Како би се отклонили уочене дисторзије у раду рејтинг агенцији, које су неспорно имале „улогу“ у последњој финансијској кризи, Европска комисија је донела неколико регулатива којима се посебно захтева већа транспарентност агенција за кредитни

рејтинг у давању оцена и саопштења за рејтинг државе, као и прописе којима се уређују накнаде које ове агенције наплаћују од појединих институција⁷⁶. Прописана је обавеза ових агенција да приликом објава везаних за кредитни рејтинг државе, агенција мора упоредо да стави на располагање детаљне анализе са свим претпоставкама, параметрима, ограничењима и непознаницама и свим другим информацијама које је узела у обзир. Ове анализе треба да су јавно доступне, јасне и разумљиве.

У САД су у току 2015. године већ донете одређене мере (правоснажне одлуке) о надокнади причињених штета од стране рејтинг агенција, при чему се одштете мере у милионским износима. Иако је данас њихов рад предмет пажљивијег надзора, честе измене управо начина регулисања рада ових агенција указују на неопходност пажљиве и свеобухватне анализе начина њиховог пословања и финансирања, како би се постигао већи ниво објективности њиховог извештавања, али и већи ниво њихове одговорности за дате оцене⁷⁷. То посебно јер се и данас, са ове временске дистанце, може десити да све док државе, тј. наручиоци рејтинга, учествују у финансирању рада ових агенција, остаје отворен простор за нижи степен објективизма у њиховом раду (тј. да рејтинг агенције буду „дарежљивије“ приликом рејтинговања држава који на неки начин учествују у њиховом финансирању).

⁷⁶ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32009R1060>;
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32015R0002>;
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0001&from=EN>.

⁷⁷ Sabatino, M., „*The Business Model of Rating Agencies between Asymmetric Information and Financial Crises*”, *Journal of Economics and Development Studies*, December, 2014.

VI ИЗАЗОВИ ЗА ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ У ЗЕМЉАМА У РАЗВОЈУ

6.1. ДЕЕВРОИЗАЦИЈА / ДЕДОЛАРИЗАЦИЈА

Либерализација финансијских система без успостављене макроекономске стабилности и неопходних институционалних и структурних промена током 90-их, учинила је економије у развоју рањивим на екстерне шокове. То је и разлог због којег доларизација и њене последице добијају на значају деведесетих година, а посебно током финансијских криза у Латинској Америци и источној Азији.

Доларизација се најједноставније може дефинисати као употреба стране валуте у домаћој економији. Главни покретач доларизације у земљама у развоју јесте веће поверење у страну него у домаћу валуту, које је резултат дугог периода макроекономске нестабилности. Неразвијене економије и економије у транзицији које су се суочавале са периодима високе и волатилне инфлације и изузетно волатилног девизног курса, не ретко су се опредељивале за потпуну доларизацију финансијског система, тј. коришћење стране валуте као законитог средства плаћања. На тај начин су настојали да смање ризик земље кроз стварање стабилније и сигурније економске и инвестиционе климе. Са друге стране, основни недостатак потпуне тј. званичне доларизације јесте одрицање права на сопствену монетарну политику, прилагођену карактеристикама домаће економије. Због тога се потпуна доларизација финансијског система данас бележи само код мањег броја земаља. Истовремено, број земаља са различитим облицима незваничне доларизације, а пре свега финансијском, је знатно повећан. Тако је, према подацима IMF-а број земаља у којима је учешће депозита у страном валути у укупним депозитима премашило критичан ниво од 30% (*Baliño, Bennett, Borensztein, 1999*) повећан са 7, колико их је било 1990. године, на чак 47, 2009. године, када је финансијска криза била у жеку. Управо инспирисана последњом финансијском кризом, дедоларизација је поново постала један од приоритета монетарних политика у многим земљама у развоју. За разлику од 90-их, када је талас доларизације био локализован на подручју Латинске Америке и источне Азије, овог пута су синдромом доларизације захваћене и европске земље у развоју. Ескалација кризе у овим земљама крајем 2008. године била је праћена израженом волатилношћу и снажном депресијацијом локалних валута (у земљама са режимом флексибилног курса), смањеним приступом страним изворима средстава, растом учешћа

проблематичних зајмова, и коначно, смањењем ефикасности мера монетарне политике. У овим земаљама криза је једноставно дошла као позив за буђење и неопходно прилагођавање, а креаторима макроекономске политике је постало јасно да се, без одлагања, морају фокусирати на смањење доларизације финансијског система.

6.1.1. Облици доларизације и њено мерење

Према се доларизација најједноставније може дефинисати као употреба стране валуте у домаћој економији, идентификовање њеног стварног нивоа није једноставно. Због тога се у савременој стручној литератури сусрећемо са различитим облицима и индексима (показатељима) доларизације.

Генерално, доларизација настаје у условима када локална валута неке или све своје функције (средство плаћања, обрачунско средство, средство размене, чувар вредности) обавља лошије у поређењу са другим валутама. Због тога се, у почетним фазама развоја економија, не ретко јављају трансакциона и реална доларизација. Трансакциона доларизација подразумева да се страна валута користи као средство плаћања и као обрачунско средство. Ова форма доларизације обично настаје и шири се у условима високе инфлације или, у још малигнијој форми – хиперинфлације, која знатно отежава пословање трансактора. Дакле, када трошкови по основу коришћења домаће валуте за различите трансакције постану изузетно високи, тржишни трансактори ће у трансакционој доларизацији видети алтернативне начине за заштиту од истих (*Armas, Ize, Levy-Yeyati, 2006*). Када употреба стране валуте за различите врсте трансакција постане распрострањена, њено напуштање није лак и једноставан процес. Ипак, не ретко се не прави јасна граница између трансакционе доларизације и доларизације активе, због чега је упутно нагласити да се главна разлика између ова два облика доларизације налази у мотивима за држање дела активе у страниј валути. Док трансакциона доларизација настаје углавном у условима када се локална валута више не може ефикасно користити као средство плаћања или обрачуна, доларизација активе настаје као резултат дугих периода укупне макроекономске нестабилности, када су ризици по питању профитабилности пласмана доста изражени (локална валута губи функцију чувара вредности). У том случају, не ретко се бележи раст доларизације активе. Не треба заборавити ни реалну доларизацију (*real dollarization*) која

подразумева да су цене најважнијих добара изражене у иностраној валути, али се плаћање и свакодневне трансакције врше у локалној валути. Изражена нестабилност реалног девизног курса локалне валуте, често мотивише резиденте да изражавају цене робе у иностраној валути и да исту користе и за разне уговорне односе (*Ize, Levy- Yeyati, 2005*).

Ипак, за аналитичке сврхе, као и за потребе међународне компарације, један од најчешће коришћених индикатора доларизације једне економије јесте финансијска доларизација. Степен финансијске доларизације за потребе међународног поређења најчешће се мери: учешћем девизних депозита у укупним депозитима, односно њиховим учешћем у МЗ; учешћем чисто девизних и девизно-индексираних кредита у укупним кредитима; учешћем јавног дуга у девизном знаку у укупном јавном дугу; композитни индекс који је комбинација претходна три. Који индекс ће земља користити опредељено је не само карактеристикама економије, већ и расположивошћу релевантних података и могућностима мерења појединих облика доларизације.

Као меру доларизације IMF је дуги низ година користио учешће девизних депозита у МЗ (*asset dollarization*). Ниво овог индекса који се сматра „критичним“ је 30%, тј. процена је да учешће девизних депозита у МЗ које је испод нивоа од 30% не нарушава функционисање трансмисионог механизма монетарне политике (*Baliño et al, 1999*). Све изнад тог нивоа сматра се неповољним са аспекта спровођења монетарне политике јер слаби канал каматних стопа, обзиром да су каматне стопе у таквим условима осетљивије на кретања на тржиштима реперних валута него на домаће каматне стопе. Ипак, дугогодишња пракса указала је на практичне недостатке овако обрачунатог индекса доларизације с обзиром да он не даје потпуну слику о нивоу доларизације у једној економији. Ово из разлога што се у земљама које су имале дугу историју макроекономске нестабилности, значајан део трансакција обавља изван банкарских канала, а распрострањена је и употреба готовине. Тиме се поставља питање поузданости агрегата МЗ. Како су подаци о готовини, посебно оној која се држи у иностраној валути, углавном недоступни или пак изузетно непоуздани, процена доларизације активе постаје непрецизна и компликована. Другим речима, због неповерења у домаћи банкарски сектор, део девизне активе (пре свега штедње) још увек се не налази у банкарским токовима, што доводи у питање репрезентативност показатеља доларизације. Истовремено, није могуће прецизно апроксимирати ни

дознаке које улазе у земљу путем небанкарских канала. Из тог разлога, као све чешћа мера доларизације користи се учешће девизних депозита у укупним депозитима, или у M2. Уз ове индексе, користе се и њихове модификације или комбинације. Тако су нпр. *Reinhart, Rogoff* и *Savastano* (2003) израчунали композитни индекс доларизације комбинујући учешће девизних депозита у M2, учешће укупног спољног дуга у БДП-у, и учешће домаћег јавног дуга деноминованог или индексираниог у страниј валути у укупном јавном дугу.

Уз доларизацију активе, као мера доларизације све чешће се користи и доларизација обавеза (*liability dollarization*), која је посебно важна за креаторе монетарне политике⁷⁸. Најједноставније, она се рачуна као учешће обавеза у страниј валути и обавеза индексираних у страниј валути у укупним обавезама. Управо овај облик доларизације постао је актуелан током последње финансијске кризе с обзиром да су обавезе приватног и државног сектора у земаљама у развоју у знатној мери деноминоване у страниј валути. Снажнија депресијација њихових валута у периоду од октобра 2008. године деловала је неповољно на номинални раст њихових обавеза. Ово посебно код зајмопримаца код којих не постоји валутна усклађеност прихода и расхода, тј. који остварују приходе у локалној валути док су расходи везани за страну валуту⁷⁹.

Сума сумарум, финансијска доларизација мерена учешћем стране валуте како у укупним депозитима тако и укупно одобреним кредитима, представља најважнији показатељ доларизације за носиоце монетарне власти. Праћење њиховог кретања битно је за анализу утицаја степена доларизације на стабилност финансијског система и сагледавање њеног утицаја на канал каматних стопа и ефикасност мера монетарне политике. Када је реч о дизајнирању мера за спровођење дедоларизације, не треба занемарити чињеницу да се у једној економији не ретко сусрећемо са паралелним постојањем неколико облика доларизације. Из тог разлога, саме мере морају бити усмерене управо ка преовлађујућем и најдестимулативнијем облику доларизације.

⁷⁸ Reinhart, M. C., Rogoff, K. and Savastano, M. 2003. "Addicted to Dollars", *NBER Working Paper No. 10015*.

⁷⁹ Zettelmeyer, J., Nagy, P. and Jeffrey, S. 2010. "Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe", *EBRD Working Paper No. 115*.

6.1.2. Фактори доларизације

Главни фактори доларизације који су идентификовани током последње три деценије су: а) макроекономска неравнотежа, а пре свега висока и волатилна инфлација, снажнија депресијација домаће валуте и неодржив привредни раст; б) недовољно развијено финансијско тржиште; ц) тржишне имперфектности; д) неадекватан регулаторни оквир, тј. „*currency blind financial regulation*“. Сваки фактор појединачно, али и њихова комбинација, разлог су слабљења поверења у домаћу валуту и појаву и ширење доларизације. За креаторе макроекономске политике изузетно је битно да адекватно изолују кључне факторе доларизације у домаћој економији, како би имплементирали и праве мере усмерене на њено смањење.

Не ретко доларизација се дефинише као оптималан одговор економских субјеката на неоптималне макроекономске услове (Ize, 2003). У контексту макроекономских нестабилности и доларизације, свакако је најважније питање инфлације и девизног курса. У том смислу, пракса је показала да је у земљама које имају дугу историју високе инфлације ниво доларизације већи од земаља са ниском и стабилном инфлацијом. Такође, у контексту доларизације није важна само висина инфлације, већ и њена волатилност, због чега се већи степен доларизације примећује у земљама са израженијом волатилношћу инфлације јер она носи и већи ризик за пословање. Уколико је висока инфлација праћена и значајном волатилношћу курса локалне валуте који се више креће у смеру слабљења (депресијација), губитак поверења у домаћу валуту ће неминовно уследити. У таквим условима тржишни трансактори настоје да се заштите од потенцијалних губитака употребом стране валуте.

Када се говори о макроекономским неравнотежама чини се неизбежним освртање и на фискалне кризе у појединим европским земљама, које су почеле да се нижу од маја 2010. године. Управо њихов пример недвосмислено потврђује општеприхваћену тврдњу да неконзистентна фискална политика и модели раста засновани на потрошњи, нису дугорочно одрживи. Али, нису само висина јавног дуга и буџетског дефицита земаља у развоју неодрживе компоненте јавних финансија, већ је и њихова валутна структура не ретко изузетно неповољна. Ово се посебно бележи у земљама са недовољно развијеним финансијским тржиштем, у којима је држава била принуђена да

се задужује у страниј валути јер је задуживање у локалној валути на дуже рокове било готово немогуће. Специфичан назив за ову појаву је “*original sin*” који су први употребили *Eichengreen* и *Hausmann* (1999), и она подразумева да се државе са слабијим валутама не могу задуживати у иностранству у локалној валути већ су принуђене да се задужују у страниј валути. С обзиром да се од октобра 2008. године бележила снажнија депресијација валута земаља у развоју, јасно је да је то деловало неповољно по укупан ниво јавног дуга, те да је довело у питање могућност његовог сервисирања без неопходног болног прилагођавања. Додатно, није само задуживање државе у страниј валути то које утиче на ниво финансијске доларизације у систему, већ свеукупно понашање јавног сектора. У том смислу одобравање субвенција за девизне кредите које је често било заступљено у оквиру различитих програма подршке одређеним гранама индустрије (за грађевинарство, покретање породичних фирми и сл), само продубљује степен доларизације. Истовремено, поједине земље не регулишу стриктно пословање јавних компанија којима је дозвољено да имају девизне позиције које нису хецоване, чиме се може битно умањити како депозитна база у локалној валути, тако и тражња за дугорочним инструментима деноминираним у локалној валути.

Фактор који такође може одредити ниво доларизације у финансијском систему свакако је и страх од флукутирања (*fear of floating*) централне банке, који је посебно изражен у условима када постоје валутне неусклађености у билансима економских трансактора. У таквим условима централна банка је често у искушењу да промтно реагује на кретања девизног курса локалне валуте, како би заштитила економију од билансног ефекта по основу значајније депресијације. Тада се може рећи да централна банка постаје талац страха од флукутирања. У настојању да измере осетљивост централне банке на промене девизног курса *Calvo* и *Reinhart* (2002) су дефинисали индекс који се рачуна као однос између стандардне девијације девизног курса и суме стандардних девијација девизних резерви и домицилних каматних стопа. Вредност овог индекса је близу нуле у земљама у којима постоји изражен страх од флукутирања, па централна банка утиче на ниво курса интервенцијама на девизном тржишту и/или прилагођавањем референтних каматних стопа.

Недовољно поверење у домаћу валуту не ретко је праћено и одсуством понуде квалитетних инвестиционих могућности у локалној валути, што најчешће резултира

изостанком или ниском дугорочном штедњом у локалној валути. Истовремено, неразвијено или недовољно развијено тржиште у локалној валути као и одсуство тржишта дериватних инструмената, у комбинацији са лаким приступом страним изворима средстава (од банке „мајки“, дознаке и сл) могу резултирати значајним каматним диференцијалима на кредите у домаћој и страниој валути. Другим речима, због недовољних извора у домаћој валути које банке, не ретко, настоје да привуку вишим каматним стопама, и кредити у локалној валути постају знатно скупљи од девизних кредита. Додатно, уколико је референтна каматна стопа на локалну валуту знатно виша у поређењу са реперним стопама на кључним тржиштима новца, кредитни сегмент у локалној валути ће нужно бити оптерећен и висином домицилне каматне стопе. У том случају економски агенти се углавном опредељују за знатно јефтиније кредите у страниој валути. Уз то, недостатак извора средстава у локалној валути, а посебно дугорочнијих, као и висока и лака доступност извора средстава у страниој валути, утичу да и саме банке својим клијентима махом нуде кредите везане за страну валуту. На овај начин отвара се један зачарани круг, где је улога централне банке и државе неопходна како би се цео процес испрва зауставио, а потом и усмерио у супротном смеру, тј. у правцу дедоларизације.

Такође, регулатива која не уважава довољно проблем доларизације, дестимулативна шема осигурања депозита која подједнако третира депозите у домаћој и страниој валути (*Broda, Levy-Yeyati, 2003*), недовољна правна заштита домаћих повериоца, свакако представљају додатне факторе доларизације. Са друге стране, регулаторни оквир који не уважава довољно девизни ризик економских агената, не уважава ни имплицитни (кредитни) ризик који може настати услед валутне неусклађености у условима када локална валута депресира. У таквим условима, стабилност читавог финансијског система доводи се у питање.

Доминантно учешће страних банака у домаћем банкарском систему и ослањање на њихове иностране изворе средстава такође је постало битан фактор евроизације (*Luca, Petrova, 2008*) у европским земљама у развоју. Коначно, фактор евроизације који се односио само на поједине европске земље у развоју био је и очекивање усвајања евра, чиме је подстакнута и његова већа употреба.

6.1.3. Основни недостаци доларизације, тј. разлози за дедоларизацију

Кључни недостаци доларизације финансијског система могу се сублимирати кроз следеће: а) чини економију осетљивијом на екстерне шокове⁸⁰; б) повећава билансне ризике, пре свега кредитни (имплицитни) у економијама у којима постоји валутна неусклађеност прихода и расхода тржишних учесника; ц) смањује ефикасност монетарне политике кроз слабљење канала каматних стопа и јачање трансмисионог ефекта девизног курса; д) повећава волатилност инфлације.

Свакако да је на првом месту већа осетљивост економије на екстерне шокове услед валутне неусклађености прихода и расхода приватног и јавног сектора. И поред чињенице да су банке углавном заштићене од девизног ризика јер су депозити и кредити у високо доларизованим земљама махом у девизном знаку, банке су изложене имплицитном, тј. кредитном ризику преко девизног ризика којем су изложени њени клијенти. У том смислу може се рећи да иако је ниво девизног ризика банака низак, уколико клијенти банке нису адекватно хецовани, банка је изложена имплицитном кредитно-девизном ризику. Због тога група аутора предлаже увођење *de-facto* индекса финансијске доларизације који би уважавао и овај имплицитни ризик, а у зависности од степена у којем су клијенти банке хецовани (усклађеност валутне структуре њихових прихода и расхода)⁸¹. У Естонији, Латвији и Бугарској овај *de-facto* индекс доларизације је знатно виши од обичног индекса доларизације.

Са аспекта јавног дуга, доларизација има изузетан значај с обзиром да у условима изражених депресијацијских притисака може битно одредити одрживост јавног дуга који карактерише неповољна валутна структура. Несолвентност јавног сектора може се прелити и на банкарски систем, по неколико основа, а посебно ако се значајан део јавног дуга односи на обавезе према банкама на домаћем тржишту. Доларизација јавног и приватног сектора у условима оштрије депресијације која није праћена снажним растом извоза, повећава и финансијску рањивост реалног сектора. Билансна деторијација потом повећава негативну селекцију и морални хазард, што даље води у

⁸⁰ Winkler, A., Mazzaferro, F., Nerlich, C. and Thimann, C. 2004. "Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases", *ECB Occasional Paper No. 11*.

⁸¹ Ranciere, R., Tornell, A. and Vamvakidis, A. 2010. "Currency Mismatch and Systemic Risk in Emerging Europe", *Draft prepared for the 51st Panel Meeting of Economic Policy in Madrid*.

нарушавање финансијске стабилности и оштар пад инвестиција и економске активности (*Mishkin, 2001; Calvo, Izquierdo и Mejía, 2004*).

Доларизацијом као феноменом посебно се бави централна банка, с обзиром да доларизација може знатно да умањи ефикасност монетарне политике (*Ize, Levy-Yeyati, 2005*). Доларизација пре свега слаби канал каматних стопа, јер каматне стопе на домаћем тржишту постају више осетљиве на кретања на тржиштима реперних валута, па следствено и централна банка постаје осетљива на кретања на тим тржиштима без обзира на режим монетарне политике који спроводи. На овај начин доларизација ограничава капацитете централне банке да спроводи стабилизујућу монетарну политику на кратак рок, подривајући тиме могућност монетарних власти да поправи кредибилитет политике на дуги рок.

Такође, у земљама са високим степеном финансијске доларизације преносни ефекат девизног курса на цене је висок, што је од посебне важности за централну банку чији је основни циљ постизање и одржавање стабилности цена. У таквим условима знатно су чешће промене цена производа, волатилност тражње за новцем је висока, а у коначном ефекту – и волатилност инфлације је висока. Због тога не треба да чуди што креатори макроекономске политике у условима изузетно високе доларизације финансијског система понекад посежу за драстичним мерама попут преласка на режим чврсто контролисаног или на фиксни курса. Такође, у условима када је *de jure* режим курса флексибилан, висок преносни ефекат курса на цене и инфлацију може да подстакне страх од флукутирања те су монетарне власти једноставно принуђене да често интервенишу на девизном тржишту прекомерном употребом девизних резерви. У таквим условима може се рећи да су креатори политике принуђени да праве својеврсни *trade-off* између независне монетарне политике и билансних неусклађености које потичу од валутних неусклађености активе и пасиве. Са друге стране, уколико се девизном политиком настоји дати подршка извозном сектору у смислу асиметричних реакција које подразумевају интервенције у циљу спречавања номиналне апресијације валуте док у случају депресијације интервенције изостају, може се очекивати раст доларизације јер ће тржишни трансактори кроз већу употребу стране валуте настојати да сачувају вредност своје имовине (*Rennhack, Nozaki, 2006*). Због свега наведеног сматра се да режим потпуно флукутирајућег курса обезбеђује већи маневарски простор

монетарним властима када је реч о реакцијама на екстерне шокове, те да га треба примењивати у свим случајевима у којима фундаментални показатељи економије говоре у прилог овог избора. Недавна истраживања рађена за земље у развоју указују да се земља лакше опредељује на режим слободно флукутирајућег курса уколико је тржиште дериватних инструмената развијено, те се рањивостима које произилазе из валутне неусклађености приватног и јавног сектора може лакше управљати. У том смислу, не треба да чуде све чешће препоруке да стратегија дедоларизације мора да укључи и развој хединг инструмената.

6.1.4. Мере за дедоларизацију

Не постоји јединствено решење за успешну дедоларизацију које би се могло применити у свим земљама, нити су за једну земљу у различитим фазама економског развоја исте мере подједнако ефикасне. Због тога, приликом детерминисања мера усмерених на дедоларизацију треба имати у виду облике и факторе доларизације у конкретној економији.

Пракса и стручна литература указују да се мере дедоларизације могу поделити у три велике групе које се могу имплементирати појединачно, или у комбинацији:

- мере усмерене на успостављање и одржавање макроекономске стабилности;
- регулаторне (административне) мере;
- тржишне мере, тј. развој тржишта у локалној валути.

Неспорно је да ће смањење степена доларизације бити олакшано уколико буде подржано правим редоследом мера.

6.1.4.1. Стабилизационе мере

С обзиром да је доларизација у највећем броју земаља последица дугогодишње инфлације и нестабилног макроекономског окружења, јасно је да би успостављање и обезбеђење макроекономске стабилности и враћање поверења у домаћу валуту требали да буду кључни дугорочни кораци на путу ка дедоларизацији и укупном привредном развоју земље. У том циљу стабилизационе мере треба да буду усмерене на стварање

окружења са ниском и стабилном инфлацијом, двосмерну волатилност девизног курса у земљама са режимом флексибилног курса, структурне реформе, фискалну консолидацију и рестриктивну монетарну политику. Ипак, оно што треба имати у виду је да чак и по успостављању макроекономске стабилности и обнављању кредибилитета политика, постоји могућност да доларизација остане висока и упорна. Једном када се доларизација укорени, економски агенти се нерадо и тешко враћају на локалну валуту и због трошкова повезаних са преласком из стране у локалну валуту. Ово може да потраје све док се не постигне консензус међу тржишним трансакторима у погледу веће употребе домаће валуте, тј. док они не постану свесни предности употребе локалне валуте (*Reinhart, Rogoff и Savastano, 2003*).

С обзиром да је за имплементацију описаних мера потребан дуг период, одређене мере којима би се промовисала добровољна дедоларизација могу се одмах усвојити и оне могу ићи паралелно са стабилизационим програмима. Ипак, не треба заборавити да су стабилизационе мере не ретко праћене одливом капитала, смањеном кредитном активношћу, нестабилношћу банкарског сектора, иницијалним успоравањем привредног раста и сл. То је цена која се мора платити за претходне године неодрживог раста заснованог на потрошњи. Када ефекти стабилизационих мера постану пропулзивни, може се очекивати обнављање ових показатеља.

Када је реч о избору режима монетарне политике који би се спроводио у оквиру стабилизационе политике, бројна истраживања показују да је режим инфлаторног таргетирања, праћен режимом флексибилног девизног курса, повољнији амбијент за спровођење стратегије дедоларизације (*Mishkin, 2004; Lahura, 2005; Armas и Grippa, 2005; Felices и Tuesta 2004*).

6.1.4.2. Регулаторне мере

Поред мера усмерених на макроекономску стабилност, креатори економске политике могу покренути смањење нивоа доларизације и пруденцијалним мерама. У том смислу, потребно је извршити ревизију постојећих или увести нова ограничења која ће производе у локалној валути учинити атрактивнијим. За те потребе могу се применити:

- политика обавезне резерве, тј. ниже стопе обавезног издвајања на основицу у локалној валути. Паралелно, може се укинути ремунација на средства издвојене

девизне обавезне резерве. Ипак, увођење овакве мере треба опрезно осмислити. Ово посебно када су извори средстава у локалној валути недовољни, па у коначном ефекту оваква политика може да резултира смањењем девизних кредита, али не и растом кредита у локалној валути. Консеквентно, домаћа економија се може суочити са контракцијом кредитне активности или успоравањем стопе кредитног раста, што у коначном ефекту може да доведе до пада потрошње и производње. Такође, уколико раст стопе на девизну обавезну резерву повећа трошкове банкарског посредовања, корпоративни сектор може да повећа јефтиније директно задуживање у иностранству (*cross-border* кредити). Тиме се отварају и дистрибутивни ефекти обавезне резерве, с обзиром да директан приступ страном капиталу имају само боље фирме, док су фирме мањег финансијског капацитета и даље усмерене на скупље кредите од локалних банака;

- диференцирана шема осигурања депозита која фаворизује штедњу у локалној валути (нпр. укидање или нижи ниво осигурања за девизне депозите);
- диференцирани порези на приходе од штедње у локалној и страниј валути, или пак укидање пореза на штедњу у локалној валути;
- прописивање минималног периода за држање девизних депозита (нпр. 3 месеца);
- увођење обавезног депозита само за девизне и девизно-индексиране кредите;
- лимити у погледу дозвољене изложености девизном ризику за клијенте банака;
- увођење диференцираних квантитативних лимита код показатеља месечних обавеза за хецоване и нехецоване клијенте;
- ограничење износа девизног кредита до нивоа до којег би се могао добити кредит у локалној валути на исти рок (с обзиром да су девизни кредити иницијално јефтинији због ниже камате, следствено је и износ кредита који се може узети већи од кредита у локалној валути).

Регулаторне мере могу бити праћене и мерама директне подршке домаћој валути кроз програме субвенција искључиво за кредите у локалној валути (за грађевинарство, покретање породичних фирми и сл.).

6.1.4.3. Развој алтернативних инструмената у локалној валути

Приликом имплементирања различитих мера усмерених на смањење девизног ризика у

систему, увек треба имати у виду да оне буду дизајниране тако да не поскупљују производе у иностраној валути, већ да појевтине производе у локалној валути. Ово је посебно важно јер поскупљење девизних производа, уместо да подстакне већу употребу локалне валуте, може да доведе до пада укупне интермедијације уколико не постоје алтернативни производи у домаћој валути. Тако нпр. увођење ограничења за девизно задуживање нехецованих клијената може дати задовољавајуће резултате на плану дедоларизације, али, оно може резултирати и смањењем укупне кредитне активности и успоравањем привредног раста уколико једноставно дође до смањења активности на девизном сегменту кредитног тржишта, без пропорционалног раста кредитирања у локалној валути. Из тог разлога дестимулисање употребе девизних инструмената треба да буде праћено, тј. компензовано увођењем алтернативних домаћих инструмената. Паралелно са њиховим увођењем, треба да се створе услови за развој тржишта у локалној валути. У том смислу, иницијални акценат треба да буде на тржишту хартија у локалној валути, а посебно државних хартија које могу да имају улогу својеврсног *benchmark*-а и да подстакну развој криве приноса за инструменте у домаћој валути. Једна од могућности су и емисије хартија у локалној валути од стране државе (чешће) или централне банке (ређе) које би биле намењене становништву, а у циљу промоције домаће валуте. Прави пример широке палете инструмената расположивих за инвестиције становништва у локалној валути представља Пољска, а њиховој промоцији доста је допринела и централна банка. Када се крива приноса успостави, отвара се простор и за развој тржишта муниципалних и корпоративних обвезница у локалној валути. Како би се обезбедила већа ликвидност овог тржишта, тј. довољна тражња за дуговним инструментима у локалној валути, може се нпр. прописати обавеза пензионих фондова и осигуравајућих друштава да одређени проценат своје имовине пласирају у инструменте у локалној валути. Помоћ може бити добродошла и од стране ремираних међународних финансијских институције које имају дугогодишњу праксу емитовања хартија у локалној валути. Долазак ових институција мора бити и регулаторно подржан јер оне могу да помогну у формирању криве приноса, репрезентативних индекса на тржишту, повећању ликвидности тржишта, али и расту поверења и јачању кредибилитета креатора макорекономске политике. Уз све неведено, могу се понудити и алтернативни инструменти у локалној валути, који су индексирани стопом инфлације. С обзиром да веће коришћење индексираних инструмената може, у коначном, да резултира инфлационом инерцијом,

њихова употреба се препоручује само у окружењу које карактерише стабилна инфлација, уз добро развијено секундарно тржиште. Употреба индекса потрошачких цена (CPI) за потребе индексације била је карактеристична за земље Латинске Америке, а као најуспешнији пример наводи се Чиле. Верује се да је кључни разлог који је определио чилеанску стратегију индексирања управо то што је са растом кредибилности монетарне политике расла и кредибилност индекса, тако да је цео процес био подржан и позитивним сентиментом тржишних трансактора.

6.1.4.4. Мере заштите од девизног ризика и едукација

И развој тржишта финансијских деривата може да помогне дедоларизацији као и успостављању и одржавању финансијске стабилности. Њихов коначан ефекат зависиће од тога да ли су уведени уз примену добре међународне праксе и да ли су доступни по приступачним ценама. Паралелно, централна банка и други актери морају да раде на промоцији овог тржишта, тј. на едукацији нефинансијског сектора о неопходности заштите од девизног ризика и ризика каматне стопе. Када се тржиште инструмената у домаћој валути развије, потреба за дериватним инструментима се смањује.

Коначно, не треба занемарити ни снагу промотивних и едукативних активности. У том смислу, сви главни актери на финансијском тржишту треба да дају свој допринос већој употреби локалне валуте. Банке, пре свих, би могле да раде на едукацији клијената тако што нпр. треба да укажу клијентима да приликом доношења кредитне одлуке није битна само номинална већ и реална каматна стопа, тј. да треба да сагледају и ефекте евентуалне депресијације валуте која би могла да поскупи девизни кредит. Иако наизглед јефтинији, у условима снажније депресијације девизни кредити се могу показати знатно скупљима од кредита у локалној валути. Врло често је опредељење за девизни кредит детерминисано и чињеницом да банке не нуде адекватне или уопште не нуде производе у локалној валути, па се избор клијената једноставно своди на страну валуту. То је разлог због којег су неке централне банке саветовале банкама, а неке им прописале и обавезу, да својим клијентима прво понуде кредите у локалној валути. Уколико клијент и даље жели девизни кредит, банка треба да га информише о потенцијалном девизном ризику и да симулира план отплате кредита у случају снажније депресијације домаће валуте у периоду трајања кредита (пр. депресијација од 20%). Додато, политика ниских каматних стопа какву још увек

спроводе кључне централне банке у условима спорог опоравка њихових економија, намеће опасност и од раста каматних стопа у наредном средњорочном периоду. Оваква очекивања такође намећу ризик у високоевроизованим економијама у којима је велики део кредита одобрен са варијабилном каматном стопом и везан за тромесечне и шестомесечне *Euribor* и *Libor* стопе. Због тога се све чешће чују препоруке кључних централних банака задужених за стабилност финансијских система да приликом уговарања кредита, поред девизног ризика, банке морају својим клијентима да укажу и на ризик каматне стопе изразом својеврсних стрес сценарија. У њима би била приказана кретања кредитних рата по иницијалним условима и кретања по измењеним условима (случај девизног и каматног шока по систем). Ако се клијент и даље опредљењује за девизни или девизно-индексирани кредит, или за каматни ризик, онда он потпуно свесно преузима финансијске ризике на себе.

6.2. ПРИЛИВ КРАТКОРОЧНОГ СТРАНОГ КАПИТАЛА

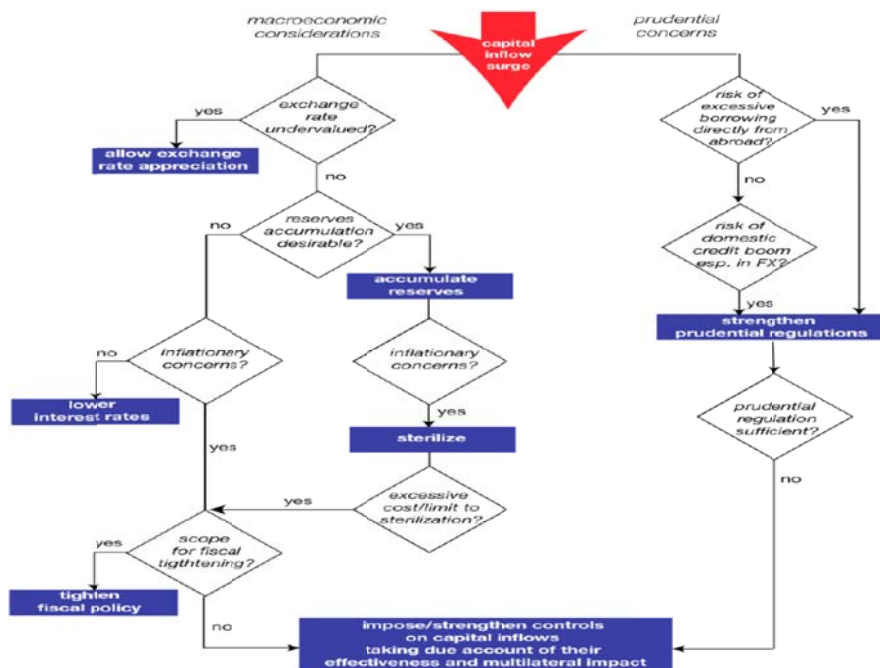
6.2.1. Ефекти прилива капитала

Краткорочни и дугорочни ефекти прилива страног капитала у малим и отвореним економијама актуелна су тема још од либерализације капиталних токова. Бројни материјали написани су на ову тему. Отварана су нова питања, али су се рађале и нове дилеме. Ипак, нове лекције и нови закључци најбоље се уче на примерима попут периода валутних или општих финансијских криза.

Уколико би резултате свих стручних и истраживачких радова на ову тему требали да сублимирамо у једном генералном закључку, он би свакако гласио: на неразвијеним или недовољно развијеним тржиштима, приливи страног капитала могу битно да утичу на укупна макроекономска кретања у економији. Ово посебно у почетним фазама развоја финансијских тржишта које карактерише ниска или недовољна ликвидност, одсуство тржишних инструмената, високе каматне стопе, неадекватна инфраструктура и висок степен неповерења међу тржишним трансакторима. На таквим тржиштима страни капитал је не само пожељан већ и неопходан, јер може да подстакне привредни раст и повећа конкурентност домаће привреде.

Интензивирање капиталних токова мотивисаних високим приносима, углавном је праћено и растом пласмана нерезидената у државне хартије земаља у развоју. Присуство страних шпекуланата на домаћем тржишту новца убрзава и развој тржишта финансијских деривата. Ово из разлога што своју позицију по основу пласмана у државне хартије номиниране у локалној валути нерезиденти углавном хедују кроз дериватне девизне трансакције. Због свега наведеног, страни инвеститори данас представљају битан генератор развоја тржишта новца у многим земљама у транзицији.

Поред набројаних позитивних ефеката, готово сви аутори радова на ову тему слажу се у оцени да приливе капитала, ма колико они били пожељни, увек треба пажљиво пратити. Разлога за то има неколико. Изненадни значајнији приливи страног капитала, уколико нису стерилисани, најчешће су праћени: а) снажнијом апресијацијом националне валуте, која може да умањи конкурентност домаћих разменљивих добара у условима када је национална валута већ прецењена; б) наглом експанзијом кредитне активности, што може имати негативне последице уколико највећу пропулзију бележи сегмент потрошачких и готовинских кредита намењених личној потрошњи а не привредном расту. Ово је ситуација која није пожељна у малим и отвореним економијама, јер резултира прекомерним растом агрегатне тражње. Раст агрегатне тражње, који није праћен адекватним растом производње, може да индукује нагли раст цена активе и домаћих производа, и, у коначном ефекту - болним прилагођавањем националне економије.



Извор: Радни папир ИМФ-а⁸²

Слика 4: Могући ефекти прилива страног капитала

Конкретни ефекти прилива капитала на реалну економију зависиће од мотива власника капитала за улазак на конкретно тржиште и облика пласмана. Дакле, уколико производња расте довољно брзо да обезбеди одрживост растућег спољног дуга, може се очекивати да дефицит текућег рачуна на дужи период буде одржив. Дијаметрално супротна ситуација настаје када приливи представљају окидаче за експанзиван кредитни раст и нагли раст потрошње како сектора становништва и привреде, тако и државе, а раст производње и инвестиција изостане. Наличје оваквих прилива свакако је неодрживост дефицита текућег рачуна. Премда заиста нема генералног правила према којем прилив искоришћен за инвестиције резултира бољим ефектима од прилива искоришћеног за потрошњу, пример азијских земаља у развоју које су након азијске кризе забележиле суфиците текућег рачуна и снажан привредни раст, говори у прилог инвестиционо оријентисаних прилива. Са друге стране, приливи у латиноамеричке и источно-европске земље у развоју током 90-их махом су коришћени за потрошњу. Када је дефицит текућег рачуна постао неодржив а сервисирање спољног дуга доведено у

⁸² Ostry, D. J., Ghosh, R. A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, S. M. and Reinhart, B.S. D. 2010. "Capital Inflows: The Role of Controls", *IMF Staff Position Note, SPN/10/04*.

питање, капитал је почео да се повлачи из ових земаља индукујући болно прилагођавање националне економије.

6.2.2. Мере усмерене на управљање приливима страног капитала

Посматрано с макроекономског становишта, ослањање на иностране изворе средстава који су махом усмерени у потрошњу, може да резултира растом дефицита биланса текућег рачуна. Уколико централна банка жели да ублажи или да у потпуности елиминира ефекте ових прилива на девизни курс у условима када је домаћа валута већ прецењена, она мора да интервенише на девизном тржишту куповином девиза и продајом домаће валуте. Најкраће, резултати интервенција централне банке на девизном тржишту могу се сублимирати кроз следеће: а) акумулирање девизних резерви, које може бити пожељно уколико се тренутни ниво резерви не сматра довољним; б) одржавање стабилног или пак жељеног нивоа девизног курса; ц) раст ликвидности у домаћој валути. Ово последње ће подстаћи инфлаторну спиралу уколико се вишак ликвидности у домаћој валути промтно не стерилише. За те потребе централна банка може да користи операције на отвореном тржишту. Због претећих инфлаторних притисака каматне стопе на хартије које су предмет операција ће остати релативно високе или ће се даље повећати у односу на каматне стопе које се бележе на развијеним тржиштима. То може додатно да подстакне улазак страних инвеститора у намери да остваре каматно-курсну арбитражу.

Уколико трошкови стерилизације ликвидности у домаћој валути постану превелики, тј. централна банка исцрпи своје тржишно оријентисане апсорпционе механизме, она може да посегне и за не тако популарним повећањем стопе обавезне резерве на специфичне изворе средстава. То даље може да резултира нарушавањем финансијске интермедијације и нежељеним развојем “сивих” тржишта. У ситуацијама када се достигне и/или пређе жељени ниво девизних резерви и централна банка не жели да настави са интервенцијама на девизном тржишту, или уколико домаћа валута превише апресира, тј. њена прецењена вредност постане снажан ограничавајући фактор по конкурентност домаћих производа, централна банка може да примени и одређене директне мере. У том смислу, централна банка може: а) јачати макропруденцијалну регулативу усмерену на спречавање превелике изложености финансијског система

ризик; б) прописати макропруденцијалне квантитативне лимите за одређене категорије пласмана банака као што су нпр. потрошачки и готовински кредити становништву; ц) увести или пак поштрити мере за ограничење прилива појединих облика страног капитала. Примена последње мере несумњиво би водила ризику губитка свих позитивних ефеката које приливи страног капитала могу донети, а који нису занемарљиви на малим и неразвијеним тржиштима.

Иако нема јединственог рецепта за управљање приливима капитала, пракса је потврдила да ће конкретне мере зависити од: а) облика прилива (стране директне *vs* портфолио инвестиције; обвезнице *vs* акције, и сл.); б) очекиване рочности прилива капитала (краткорочне *vs* дугорочне); ц) утицаја прилива капитала на билансе тржишних учесника (да ли утичу на валутну усклађеност њихових биланса). Евентуалне мере ће неминовно зависити и од динамике промене индикатора екстерне позиције националне економије као и одрживости спољног дуга.

Сам избор и комбинација мера које ће централна банка користити како би смањила негативне и искористила позитивне ефекте значајнијих прилива страног капитала, зависиће од режима монетарне политике и макроекономских карактеристика земље. У том смислу, задатак је посебно тежак за земље са режимом фиксног девизног курса због тзв. немогућег тројства (*impossible trinity – open economy trilemm*) према којем слободан прилив капитала, режим фиксног девизног курса и независна монетарна политика не могу ићи заједно, те се нешто мора жртвовати. Високи каматни диференцијали карактеристични за тржишта у развоју, у комбинацији са фиксним девизним курсом, постају прави изазов за шпекуланте. Краткорочни капитал мотивисан првенствено брзом и лаком зарадом, временом надмашује апсорпционе капацитете домаћег тржишта. Економија почиње да се прегрева, док се приливи морају стерилисати у циљу одбране нивоа девизног курса. Излазак из тог зачараног круга подразумева да се централна банка мора одрећи или своје независности или фиксног девизног курса. Треће решење је увођење ригорозних ограничења на приливе страног капитала, уз упадање у замку да се спрече и они пожељни дугорочни приливи.

За земље са режимом флексибилног курса реакција на приливе капитала је једноставнија с обзиром да подразумева мањи обим интервенција на девизном

тржишту. Ипак, чак и у условима флексибилног девизног курса, пракса је показала да централне банке нису потпуно индиферентне на кретање девизног курса због његовог утицаја на инфлацију, билансе тржишних учесника и конкурентност домаћих производа. Али, неспорно је да су у овом режиму обим и интервенције централне банке на девизном тржишту знатно нижи у поређењу са неопходним обимима у условима фиксног девизног курса. Оно што је ипак јако битно јесте опредељење централне банке да реагује на прекомерне осцилације валуте у оба смера, како се не би створио утисак да интервенције иду само у једном смеру, чиме се стварају извеснији услови за прилив шпекулативног капитала. Са друге стране, билансни ризици који проистичу из значајних флукуација курса у условима високе валутне неусклађености у билансима тржишних трансактора, могу да изазову и раст имплицитног кредитног ризика. Не треба заборавити ни чињеницу да флексибилан девизни курс несумњиво представља прву линију одбране у условима значајнијих прилива капитала, али да ће реакција централне банке у смислу опредељења да дозволи да валута апресира зависити од тога да ли је тренутни ниво локалне валуте прецењен или потцењен.

Без обзира на режим монетарне политике, не ретко су неопходна и фискална прилагођавања која могу успорити раст агрегатне тражње и тиме умањити инфлаторни утицај прилива капитала. Тако су 80-их и 90-их многе земље у развоју са израженим нето приливима капитала примениле рестриктивну фискалну политику (Индонезија: 90 - 94; Малезија: 88 - 92; Тајланд: 88 - 93; Чиле: 90 - 95). Истовремено и реформа финансијског сектора може бити један од битних предуслова за ефикасно управљање приливима капитала. Ово не у циљу контроле капиталних прилива, већ стварања услова за његову ефикасну алокацију. Слаб и неефикасан финансијски систем, без довољног капацитета да апсорбује приливе капитала, био је генератор азијске финансијске кризе 1997. Прогресивна деторијација квалитетних инвестиција погурала је ценовне мехуре на тржиштима акција и некретнина, које су на крају постале неодрживе и мехур је “пукао”. Због тога транспарентан и ефикасан финансијски систем представља битан предуслов за бољу интермедијацију капиталних прилива, јер умањује могућност прегревања економије и настанак ризика по финансијски систем.

Коначно, нема сумње да приликом дизајнирања мера усмерених на управљање токовима капитала треба уважавати специфичности националне економије. Ипак,

приликом њиховог имплементирања од изузетне је важности да оне, уместо одбране од прилива капитала, не постану узрок макроекономских неравнотежа.

6.2.3. Главни облици прилива страног капитала

Оно о чему монетарне али и друге власти морају да воде рачуна нису само обими прилива страног капитала, већ и облици и рочна структура тих прилива⁸³. Јасно је да су за малу и отворену економију, али и за развијене економије, пожељнији дугорочнији приливи с обзиром да они не представљају потенцијалну “опасност” по финансијску стабилност земље као што је то случај са краткорочним шпекулативним капиталом.

У стручној економској литератури фигурирају различите поделе капиталних прилива, а у зависности од критеријума релевантних за анализу и поређење. За потребе овог рада, користи се подела прилива према степену ризика који носе. У том контексту, приливи капитала се могу рангирати од ризичнијих – ка мање ризичним.

1. Облици капиталних прилива са највећим ризиком за домаћу економију свакако су краткорочни шпекулативни приливи који “напуштају” земљу у случају појаве првих знакова нестабилности. Реч је о приливима мотивисаним краткорочним профитима по основу каматних диференцијала и/или антиципираних промена девизног курса, који због свог краткорочног карактера могу изузетно брзо да напусте локално тржиште новца уколико се за тим укаже потреба (тзв. *fire-sale*). Пример описаног кретања у пракси налазимо у валутној кризи која је потресала поједине земље у развоју током 90-их година. Ове земље су дуги низ година биле “мета” иностарног капитала због уносних приноса који су знатно превазилазили приносе који су се могли остварити на развијенијим тржиштима. Ипак, први знаци нестабилности били су иницијална каписла за покретање спирале одлива овог облика капитала прво из Тајланда, а потом и из других источно-азијских земаља. Тиме су отворена врата азијској финансијској кризи (1997), а страховања од девалвације захватила су читав регион. Централне банке потрошиле су значајан део девизних резерви у борби за одбрану валуте. И поред тога, депресијације валута довеле су не само до валутних, већ ширих финансијских криза које су привредама тих земаља нанеле велику штету. Слично је било и током валутне

⁸³ Tong, H. And Wei, S-J. 2009. “The composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis”, *IMF Worknig Paper, WP/09/164*.

кризе крајем 90-их, када се први удар валутне кризе осетио у Мексику, али су се шпекулативни напади убрзо проширили и на остале латино-америчке валуте (тзв. Текила ефекат).

Популаран и сада већ широко-прихваћен назив за овај облик капитала је „*hot money*“, тј. врућ новац. Придев „*hot*“ потиче од чињенице да је реч о капиталу који може брзо да се креће и прелази са једног на друго тржиште, због чега се и сматра потенцијалним извором финансијске нестабилности. Како овај канал заиста функционише? Приливи врућег капитала који превазилазе апсорпционе моћи домаћег тржишта, значајно повећавају понуду новца. Уколико се они прелију у потрошњу, тј. растућу агрегатну тражњу, инфлаторна спирала се неминовно покреће. Централна банка активира “механизам” стерилизације, а подршку јој врло често пружа и држава. Програм стерилизације најчешће подразумева повлачења прекомерне ликвидности путем операција централне банке. У “борби” против инфлације централна банка повећава референтну каматну стопу, што делује стимулативно на додатни прилив шпекулативног краткорочног капитала. Ово даље повећава трошкове централне банке, али, још битније, нарушава ефикасно деловање монетарне политике.

Дакле, јасно је да ће централна банка у оквиру програма стерилизације не ретко посегнути за повећањем референтне каматне стопе. Ипак, ове одлуке увек треба пажљиво одмеравати јер не ретко подстичу *carry-trade* трансакције, тј. краткорочне шпекулативне приливе мотивисане каматно-курсном арбитражом. Шта онда централна банка може да уради? Може да спречи или дестимулише долазак краткорочног капитала, фаворизујући прилив дугорочнијег капитала. Питање је како, када новац није обојен и не могу се знати праве намере инвеститора, те се може упасти у замку да се ограниче приливи и пропулзивног капитала. Одговор је, можда, у следећем: а) стварањем повољног амбијента за дугорочне пласмане кроз постизање и одржавање ниске и стабилне инфлације; б) смањењем каматних диференцијала у односу на земље у окружењу; в) регулаторним мерама. Ови задаци можда нису лаки, али су, посматрано на дужи рок, неопходни.

На основу описаних кретања може се извести закључак да је сваки прилив шпекулативног капитала подједнако непожељан, што заправо није тачно. У суштини, и шпекулативни капитал може бити пропулзиван. Прави пример за то су инвеститори

који су куповали обвезнице земаља које је потресала фискална криза, делујући тиме стабилизујуће на овај сегмент државног дуга. Такође, присуство страних шпекуланата на тржишту новца је пожељно јер они могу да обезбеде његову ликвидност у условима када су могућности домаћих трансактора скромније. Значајнији приливи овог облика капитала подразумевају и да се тржишта финансијских деривата морају паралелно развијати у циљу смањења девизног ризика који овај капитал носи са собом. То значи да управо овај шпекулативни капитал може подстаћи развој нових, а посебно дериватних инструмената. Тако је у Мађарској управо долазак страних инвеститора подстакао ликвидност тржишта државних хартија а потом и развој тржишта деривата (*FX swap*, *FRA* и *IRS* сегмента)⁸⁴. Захваљујући томе, финансијско тржиште Мађарске дуги низ година бележило је убрзани раст. Ипак, све предности готово су нестале октобра и новембра 2008. године када су, снажан раст тражње за ликвидним средствима и растућа аверзија према ризику, утицали да нерезиденти нагло продају државне хартије Мађарске у износу од око 600 млрд HUF (преко 2 млрд EUR). Централна банка је била принуђена да од октобра до краја новембра 2008. организује аукције куповине државних обвезница, са циљем повећања ликвидности у домаћој валути, али и подстицања секундарног трговања овим хартијама. У истом периоду, Агенција за управљање јавним дугом није емитовала нове хартије, већ је обавезе по основу доспелих државних обвезница исплатила из кредита одобрених од међународних финансијских организација. Значајан одлив капитала из Мађарске узроковао је и депресијацију форинте (током само два дана октобра курс је са 265 пао на 282 форинте за евро) и покренуо је серију дестабилизујућих таласа на локалном финансијском тржишту⁸⁵. Због тога што се у фундаменталним показатељима економије Мађарске нису налазили одговори за оваква кретања, сматра се да су у том периоду шпекулативне трансакције у великој мери допринеле депресијацији мађарске валуте. Како се ликвидност на глобалном нивоу поправљала, профитни апетити инвеститора поново су оживели и ликвидност се вратила на тржиште Мађарске. Али, у том периоду, Централна банка Мађарске је показала велику спремност и способност за промптно и адекватно реаговање, спречивши колапс тржишта новца а тиме и могућност да се ови импулси прелију на остале тржишне сегменте.

⁸⁴ Gereben, A. and Kiss, N. M. "A brief overview of the characteristics of interbank forint/euro trading", *MNB Bulletin*, www.english.mnb.hu.

⁸⁵ "Quarterly Report on Inflation", February 2009, www.english.mnb.hu.

2. Мање ризични облици прилива капитала свакако су кредити одобрени у домаћој валути јер смањују степен доларизације/евроизације домаћег финансијског система. Како страни капитал неће “својевољно” одабрати пласмане у локалној валути у земљама које имају дугу историју нестабилности домаће валуте, неопходно је да локалне власти усмере своје активности на стварање амбијента који ће подстицајно деловати на иностране партнере да радије користе домаћу него страну валуту. У земљама у којима је финансијско тржиште тек у почетним фазама развоја, ови кредити могу бити од изузетне важности, посебно уколико банке своје потенцијале у локалној валути више усмеравају ка првокласним хартијама (хартије државе и централне банке) а мање у кредитирање. У таквом амбијенту, долазак нових кредибилних кредитора доприноси развоју конкуренције на овом сегменту тржишта, и консеквентном смањењу степена евроизације. Паралелно са повећањем обима кредита, за очекивати је да уследи и снижавање каматних стопа на кредите у локалној валути. У овим напорима помоћ међународних финансијских институција попут ЕБРД-а може бити врло драгоцен, из разлога што ова финансијска институција има дугогодишњу праксу кредитирања у локалној валути. Највећи обими пласмана ЕБРД-а у земље у развоју усмерени су ка локалној самоуправи, финансијским институцијама и корпоративном сектору, на рокове од око 5 година.

3. Са аспекта ризичности, портфолио инвестиције се сматрају једним од сигурнијих облика прилива капитала. У земљама у развоју стране портфолио инвестиције су биле интензивне током 90-их година, превасходно у облику пласмана у акције. Развој финансијских тржишта убрзао је потом и пласмане у обвезнице и записе. Данас је овај облик инвестиција изузетно заступљен у укупној структури прилива. Ипак, иако је класификован као стабилнији и пропулзивнији од неких других облика прилива као што су нпр. краткорочна задуживања банака у иностранству, поједина истраживања не потврђују у потпуности ову тврдњу. Наиме, према подацима ИФ (*Institute of International Finance*) у десетогодишњем периоду (2001 – 2010) коефицијент варијације нето инвестиција у акције био је нижи у односу на нето приливе у банкарски сектор, али су оба била изнад јединице и износила су 1,19 и 1,54 респективно. Овај податак указује на чињеницу да су и инвестиције у акције изузетно волатилне и подложне снажнијим заокретима који су повезани са фундаменталним показатељима конкретног тржишта. Уважавајући наведено, као главна предност овог облика прилива са аспекта

макроекономске стабилности наводи се чињеница да профит по оносу оваквих пласмана директно зависи од перформанси саме компаније, због чега ће страни капитал имати мотив да снажније пружи подршку пословању компаније.

4. Најмање ризичан облик прилива страног капитала свакако представљају стране директне инвестиције (СДИ) у нефинансијски и финансијски сектор. Ово се нарочито односи на СДИ у форми заједничких улагања, јер су њихови ефекти дугорочни а ризик по финансијски систем земље најнижи. То их чини најпропулзивнијим а уједно и најпожељнијим обликом прилива страног капитала. И СДИ у банкарски сектор су имале бројне позитивне ефекте у земљама у развоју. Убрзале су раст кредитне активности, побољшале рочну структуру одобрених кредита, стабилизовале понуду средстава, а подстакле су и пад каматних стопа. Република Чешка представља прави пример пропулзивних директних инвестиција у банкарски сектор с обзиром да је ова европска земља у развоју један од најважнијих „домаћина” за стране банке. Оно што чешки банкарски систем чини различитим од система других земаља у развоју јесте чињеница да извори средстава у највећој мери потичу од штедње у локалној валути, што изложеност њиховог банкарског система иностраном капиталу чини изузетно ниском. Консеквентно, ниво финансијске евроизације чешког финансијског система је најнижи од свих европских земаља у транзицији. И поред овако ниског ризика, у Републици Чешкој постоји и регулаторно ограничење у смислу дела капитала који може бити трансферисан на „мајку банку“, те не постоји реална опасност од наглог одлива средстава из банкарског сектора.

Коначно, битно је напоменути да структура тј. облици прилива страног капитала у одређену земљу не ретко варирају, и често су узроковани променом “политике” према приливу страног капитала. Тако је у нпр. Пољској у периоду 1997 - 1998 забележено високо учешће СДИ. Већ у периоду 2004 - 2006 њихово учешће је знатно смањено, док су портфолио инвестиције (приватизације) али и кредити и други облици дуга забележили снажан раст. Након либерализације токова капитала у Пољској се бележи значајан раст *cross-border* кредита, тј. директног задуживања предузећа у иностранству. Криза је потом изменила и приступ прекограничним кредитима, тако да је опет уследила и нова измена у структури страног капитала у Пољској. Тако се, на

примеру једне земље, може сагледати варијабилитет облика прилива капитала у релативно кратком временском периоду.

6.2.4. Република Чешка и приливи страног капитала: од рецесије до економског опоравка

Адекватан пример „немогућег тројства“, али и изналажења правог пута за економски опоравак и максималну искоришћеност позитивних ефеката прилива страног капитала представља Република Чешка. Економске реформе у овој земљи започете су 1991. године након колапса централно-планског система. Уследили су: а) девалвација чешке круне а потом и фиксирање њене вредности за корпу валута у уском коридору (+/- 0,5%); б) либерализација цена, ц) либерализација спољне трговине; д) пореска реформа; е) приватизациони талас. И поред тога, у периоду 1991 – 1993. године прилив страног капитала је био релативно слаб, како због појединих регулаторних мера које нису биле подстицајне за страни капитал, тако и због недовољне кредибилности саме економије. Са оживљавањем раста и смањењем неизвесности везаних за распад бивше Чехословачке, интересовање иностраних инвеститора полако је почело да расте. Каматно-осетљиви облици капитала били су подстакнути истовременим постојањем: а) високих каматних диференцијала; б) готово фиксним курсом круне; ц) релативно ликвидним девизним тржиштем. Октобра 1995. године усвојен је нови Закон о девизном пословању којим је додатно стимулисан прилив страног капитала. Високе каматне стопе, уз стабилан курс круне, били су подстицајни за стране инвеститоре жељне добрих зарада, што је чешку економију довело право у замку „немогућег тројства“. И заиста, 1995. и 1996. су биле године које карактерише снажан прилив капитала, али и прегревање чешке економије. У циљу одбране круне, централна банка је снажно интервенисла на девизном тржишту. То је за последицу имало раст монетарне базе и акумулацију девизних резерви. Како би спречила раст инфлације у условима растуће монетарне базе, централна банка је подизала каматну стопу. Ово је додатно подстицало прилив страног капитала. Тиме је покренут зачарани круг. Делимично решење замке уследило је проширивањем дозвољеног коридора за осцилације круне на 7,5%, чиме су монетарне власти настојале бар донекле да обесхрабре краткорочне шпекулативне приливе. Иако је тиме ризик иностраних инвеститора у смислу могућности депресијације круне повећан, приливи су и даље

пристизали, те је у коначном билансу уследила њена апресијација. Ово из разлога јер је централна банка уместо снажних интервенција на девизном тришту, пустила круну да апресира, што јој је проширени коридор за флукуације дозвољавао. Шта се потом десило на плану унутрашње и спољне равнотеже? Апресијација је умањила конкурентност извозних производа и тиме подстакла успоравање започетог економског раста. С друге стране, прилив капитала је подстакао нагли раст зарада, што је даље водило у кредитну експанзију и прекомерну потрошњу. Као резултат растуће неуклађености између домаће тражње и понуде, јавиле су се снажне неуклађености екстерне позиције Чешке, тј. дефицит текућег рачуна је у 1996. и 1997. године достигао 6,2% и 6,6% БДП-а респективно. Погоршање фундаменталних макроекономских показатеља ескалирало је почетком 1997. године. Перцепција страних инвеститора значајно је промењена, делом и као последица валутне кризе која је тада захватила јужну Азију. Приливи капитала променили су смер, те се бележи одлив капитала, и то махом оног краткорочног чији је улазак био мотивисан брзом зарадом. Пролећа те године Чешка се суочила са изузетно турбулентним условима које је карактерисала депресијација круне и растућа инфлација по том основу. Бележи се и висок дефицит трговинског биланса. Централна банка, свесна немоћи да у таквим условима брани курс круне, одлучила је да напусти режим фиксног деизног курса и пређе на режим руковођеног флукуирања. Уследио је период значајних осцилација чешке валуте, а централна банка је у кратком периоду битно повећала референтну каматну стопу. Иако је овим потезом заустављена депресијација круне, отворен је проблем растућих проблематичних зајмова и финансирања инвестиционих пројеката. Економија је потом ушла у неизбежну рецесију током 1997. и 1998. године.

На основу описаних кретања може се извести закључак да су креатори економске политике у Чешкој несумњиво потценили утицај прилива страног капитала на прегревање економије и продубљивање екстерних неравнотежа у малој и постепено либерализованој економији. Како монетарне власти у Чешкој нису имале подршку фискалне политике, њени напори остали су недовољни. У периоду који је уследио екстерна неравнотежа почиње да се смањује. Услед депресијације круне расте конкурентност извозних производа. Делимичан напредак забележен је 1999. и 2000. године, након чега је уследило поновно успоравање привредне активности праћено јаком апресијацијом круне крајем 2001. и током 2002. године. Уследили су и неопходне

структурне реформе. Сама ап्रेसијација била је резултат све израженијих СДИ, али и очекивања тржишних трансактора у погледу будућих прилива по основу најављених приватизација. У том периоду волатилност чешке круне је била изузетно изражена и била је праћена волатилношћу инфлације, што је компликовало спровођење монетарне политике у условима режима таргетирања инфлације који је усвојен почетком 1998. године⁸⁶. У циљу апсорбовања потенцијалних негативних ефеката великих продаја државне имовине на девизно тржиште, централна банка је припремила специјалан програм стерилизације ликвидности. Влада Републике Чешке усвојила је овај програм који је углавном био заснован на предлогу да се приватизациони и други приходи државе у иностраној валути углавном држе на девизном рачуну код централне банке. Оправданост усвајања ове шеме стерилизације произилази и из чињенице да су ап्रेसијацијски притисци у том периоду више били последица очекивања тржишних трансактора да ће прилив капитала покренути апресацијски талас, док су мање били последица стварних прилива капитала. Паралелно, централна банка је покренула и талас смањења референтне каматне стопе све док се курс изузетно јаке круне није вратио на реалан ниво усклађен са фундаменталним макроекономским показатељима чешке економије. Приватизација у Чешкој спроведена је успешно и посебно је била интензивна током 2002. године када је ниво СДИ био изузетно висок (за 9 млрд EUR виши у односу на 2001. годину) захваљујући средствима по основу приватизације. Учешће СДИ у БДП-у прешло је ниво од 10% те године углавном захваљујући продаји Трансгаса немачком RWE, али и продаји 40% акција три највеће комерцијалне банке у Републици Чешкој.

Портфолио инвестиције су 2002. године забележиле нето одлив, који је био резултат раста куповине иностраних обвезница од стране чешких банка и смањења куповине домаћих дужничких хартија од стране страних инвеститора. Разлог томе налазио се у чињеници да је смањење каматног диференцијала услед таласа смањења референтне каматне стопе од стране Централне банке Чешке, усмерило каматно мотивисане токове капитала ка Пољској и Мађарској. У периоду након 2003. године СДИ су у великој мери допринеле убрзаном економском расту Републике Чешке, те паду стопе незапослености и поправљању платно-билансне позиције. На позитивне помаке од 2004. године утицао је и улазак Републике Чешке у ЕУ на почетку те године, чиме је

⁸⁶ "Evaluation of the fulfillment of the CNB's inflation targets 1998 – 2007", www.cnb.cz.

обезбеђен и бољи приступ евро-тржишту. Приливи страног капитала у Републику Чешку допринели су и развоју тржишта дериватних инструмената. Наиме, значајан пад инфлације био је праћен падом каматних стопа у Републици Чешкој, те су инвестиције у инструменте деноминирани у крунама који носе фиксне приходе губиле на својој атрактивности. Постепена контракција прилива мотивисаних каматним диференцијалом отворила је неке друге профитно мотивисане приливе. Реч је о шпекулативним приливима мотивисаним курсном арбитражом током 2006. године до лета 2007. године (тзв. *carry trades*). Иако не постоје конкретни подаци о овим трансакцијама, нагли развој тржишта дериватних финансијских инструмената од 2007. године подржава тврдњу о коришћењу круне за *carry trade* трансакције у том периоду.

6.2.5. Мере за ограничење прилива страног капитала: да или не?

Уколико се погледа неколико деценија уназад, могу се изоловати бројни покушаји увођења мера усмерених на ограничење прилива страног капитала. Једни су били успешни, други само делимично, а неки су у потпуности били неуспешни. Другим речима, искуства различитих земаља у имплементацији капиталних контрола су различита, и у великој мери су зависила од мотива њиховог увођења, природе мера и специфичности саме земље. Неспорно је пак да су мере најчешће увођене како би се обезбедила монетарна контрола и смањили притисци на девизни курс и стабилност финансијског система у случају наглог одлива краткорочног капитала. Најчешће коришћене мере капиталне контроле, посебно у домену подстицања прилива дугорочнијег капитала и спречавања одлива капитала, су:

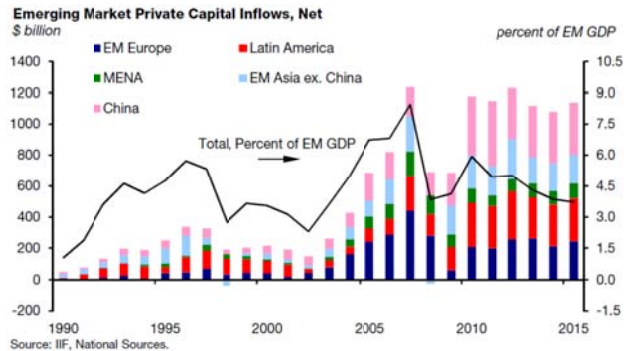
- директни порези на прилив капитала, при чему би ова мера морала да буде добро одмерена како се њен коначан ефекат не би свео само на раст каматних стопа;
- диференцирани порези на прилив страног капитала у циљу стимулисања дугорочних прилива (ниже пореске стопе на дугорочније приливе);
- дестимулативна политика обавезне резерве за инострана задужења (већа стопа, и одсуство ремунације на средства издвојене обавезне резерве по том основу);
- ограничење пласмана страних инвеститора само на хартије дужих рочности;
- немогућност промптог повлачења средстава, тј. обавезна “најава” повлачења средстава од стране нерезидената (пр. седам дана раније);

- стриктна правила у погледу отворених девизних позиција, или пак увођење асиметричних отворених девизних позиција;
- мере пруденцијалног карактера (одговарајућа рација ликвидности и адекватности капитала).

Сама политика према приливима страног капитала разликује се међу земљама. Док поједине земље уводе капитална ограничења на краткорочне приливе капитала, друге их само разматрају, док треће предузимају мере како би привукле страни капитал. У трећу групу земаља потпадају оне које се утркују како би привукле стране инвеститоре нудећи им атрактивне приносе. Разлог томе налази се у нагом расту глобалне ликвидности након бројних пакета помоћи од стране централних банака најразвијенијих земаља и тзв. квантитативних олакшица (*quantitative easing* - QE). Услед тога су тржишта развијених економија у другој половини 2009. године била преплављена ликвидношћу. Уместо у кредите становништву и привреди, капитал је из развијених земаља кренуо ка земљама у развоју, руковођен високим приносима. Поједине економије у развоју, које су највише биле погођене кризом, али и економије које је потресала фискална криза, подигле су каматне стопе како би привукле тај капитал. Не ретко, те економије аналитичари називају егзотичним дестинацијама јер нуде потенцијал брзе зараде, али и великог кредитног ризика. Већ током мајске фискалне кризе 2010. године били смо сведоци наглог повлачења тог капитала и његових ефеката на те крхке економије, пре свега кроз нагле депресијације локалних валута. Додатни програми ликвидности који су уследили, праћени обнављањем профитних апетита постепено су поново преусмерили приливе капитала ка егзотичним дестинацијама. Следећа дестабилизујућа ситуација десила се након најаве *Fed*-а с краја маја 2013. године да ће од септембра постепено смањивати обиме својих квантитативних олакшица, до њиховог потпуног укидања. Амерички инвеститори су одмах одреаговали изласком из ризичнијих пласмана, остављајући тржишта земаља у развоју са великим притиском на локалну валуту. Потом су уследиле даље нејасне поруке из *Fed*-а, које су, пред сваку седницу Комитета за отворено тржиште, имале дестабилизујуће ефекте на тржишта у развоју. У јануару 2014. године смањење програма је заиста и започето, а тада су се десиле и израженије депресијације локалних валута, праћене интервенцијама на девизном тржишту од стране централних банака

тржишта у развоју. Управо ове епизоде представљају праве примере двосмерних утицаја прилива капитала на тржишта новца земаља у развоју.

Графикон 19: Прилив приватног (без банака) капитала у земље у развоју



Извор: Institute of International Finance⁸⁷

Ипак, приликом дизајнирања мера усмерених на контролу прилива страног капитала не треба заборавити да је финансијска “креативност” савремених инвеститора импресивна, и да врло често резултира изналажењем начина да се уведене мере “заобиђу”. Другим речима, једном када се отворе врата страном капиталу, уколико он буде имао интерес, он ће пронаћи начине да и даље улази на профитносно тржиште.

Сума сумарум, мере за ограничавање прилива поједних облика страног капитала не морају нужно резултирати смањењем обима капиталних прилива. Уколико су адекватно дизајниране, оне могу да утичу само на промену учешћа појединих облика страног капитала, стимулишући прилив пропулзивнијег капитала. Зато је јако битно да мере за ограничење прилива страног капитала буду добро одмерене и усмерене само ка “непожељним” облицима прилива капитала.

6.2.6. Приливи капитала и неконвенционалне мере Централне банке Турске

Снажан прилив капитала у периоду с краја 2009. године подстакао је рапидан раст кредитне активности и домаће тражње, што је, уз ниску екстерну тражњу, продубило дефицит текућег рачуна Турске. Растући ризици из међународног окружења и ревидирање очекиваних стопа економског раста наниже, утицали су да се од 2011. године структура и обими прилива капитала у Турску битније измене. Уследила су

⁸⁷ „Capital flow to Emerging market Economies”, January 2014, Institute of International Finance Researche Note.

циклична кретања капитала махом условљена регионалним кретањима. Услед свега тога период који је уследио од краја 2009. године карактеришу висока волатилност како стопе инфлације, тако и лире. То је утицало да средином 2010. године Централна банка Турске, услед растућих макроекономских ризика, модификује свој оквир инфлаторног таргетирања на начин да финансијска стабилност добије подједнак значај као и ценовна стабилност. Тада почиње и коришћење неконвенционалног „пакета“ инструмената и мера монетарне политике кроз комбинацију обавезне резерве, референтне каматне стопе, коридора каматних стопа и девизних аукција.

6.2.6.1. Инструменти монетарне политике у периоду израженијих прилива капитала

У периоду који карактерише израженији прилив страног капитала, Централна банка Турске се одлучила за својеврстан микс монетарне политике кроз раст обавезне резерве, смањење референтне каматне стопе, проширење коридора каматних стопа (снажна асиметрија надолу) и аукције куповине девиза. Циљеви промене инструмената монетарне политике у таквом амбијенту били су следећи:

- Често мењање (раст) стопа обавезне резерве имало је за циљ регулисање кретања на кредитном тржишту, уз образложење да је обавезна резерва далеко најефикаснији инструмент у условима снажне кредитне експанзије. С обзиром да је рочност пласмана дужа од просечне рочности извора средстава, што представља ризик по финансијску стабилност земље, имплементирана је и широка рочна диференцијација стопа обавезне резерве у циљу подстицања рочне прекомпозиције извора у корист дугорочнијих извора. Паралелно, повећани су обими реализације на репо аукцијама, како би се банкама надоместила ликвидност стерилисана кроз повећања обавезне резерве.
- За разлику од рестриктивности монетарне политике кроз обавезну резерву, референтна каматна стопа је смањивана, упркос инфлаторним ризицима по основу раста домаће тражње и кредитне активности. Чиме је централна банка правдала овакве одлуке? Аргумент је дат кроз оцену да би само велики раст референтне каматне стопе могао бити да успори експанзивни раст домаће тражње, али би таква одлука могла додатно да мотивише и убрза капиталне приливе. Дакле, иако би логична реакција на потенцијалне инфлаторне притиске требала да буде раст

референтне каматне стопе, она је изостала, како се не би додатно подстицао прилив шпекулативног капитала. С друге стране, неопходна рестриктивност обезбеђена је кроз раст обавезне резерве. Поред тога, ова централна банка је користила и промене коридора каматних стопа као „супститут“ за раст референтне стопе у условима опасности од рецесије домаће економије.

- Дакле, растом обавезне резерве у циљу контракције кредитне активности, Централна банка Турске је настојала да утиче на смањење понуде кредита али и покушање овог банкарског производа. Са друге стране, смањење референтне каматне стопе у циљу дестимулисања шпекулативних прилива капитала, пренело се на пад стопа на депозите краће рочности. Ово из разлога што централна банка кроз своје репо операције банкама обезбеђује ликвидност, те су се ове трансакције појавиле као својеврстан супститут за депозите краће рочности. Банке су сада имале опцију да сниже стопе на депозите краће рочности или да се задуже јефтиније код централне банке. Појефтинијење извора (за око 50 бп) утицало је, у коначном ефекту, да банке раст обавезне резерве не пренесу на каматне стопе на кредите (раст трошка по основу веће обавезне резерве компензован је падом цене извора по основу смањења референтне каматне стопе). Тек су се у периоду када нису вршене корекције (смањења) референтне каматне стопе осетили ефекти повећања стопа обавезне на каматне стопе на кредите. Ипак, највећи раст каматних стопа на кредите остварен је тек након раста обавезног резервисања за банке код којих је учешће потрошачких кредита у укупним кредитима веће од 20% (реч је о пруденцијалној мери коју је увела Агенција за регулацију и супервизију банака).
- Паралелно, као део оптималне стратегије за дестимулисање шпекулативних прилива капитала утврђено је подстицање веће волатилности краткорочних каматних стопа. За те потребе коришћене су промене стопа на сталне олакшице, због чега је коридор каматних стопа снажно проширен, уз велику асиметрију надолу. Представници централне банке сматрали су да ће мања извесност у погледу кретања краткорочних каматних стопа и већа неизвесност у погледу кретања курса, смањити предвидивост профита по основу шпекулативних девизних свопова, а тиме и мотиве за њихово закључивање. Када је коридор каматних стопа проширен на 750 б.п. и то спуштањем каматне стопе на депозитне олакшице на ниво од 1,5%, сток краткорочног (шпекулативног) капитала, мерено кроз *cross-currency swap* трансакције, почео је нагло да се смањује (страни

инвеститори кроз ове трансакције заузимају дугу спот позицију у TRY у циљу каматно-курсне арбитраже, док банке у Турској кроз ове трансакције долазе до лира неопходних за ново кредитирање у локалној валути). Последице, учешће девизних своп трансакција дужих рочности забележило је раст. Ипак, остаје отворено питање колико је већа волатилност краткорочних каматних стопа била узрок оваквих кретања, а у којој мери је оно било опредељено смањењем референтне стопе и депресијацијом лире која је уследила након смањења референтне каматне стопе.

- Паралелно са описаном комбинацијом инструмената, спроводе се и аукције куповине девиза са циљем стерилизације капиталних прилива и јачања девизних резерви. У одређеним периодима утврђује се горњи лимит за дневне операције који се може мењати сходно динамици прилива страног капитала.

6.2.6.2. Инструменти монетарне политике у условима контракције прилива капитала

Прва промена инструмената у условима контракције прилива капитала забележена је код репо операција (повећање обима ових операција). Потом су уследила смањења обавезне резерве, промене реперних каматних стопа и коначно аукције продаје девиза. Укратко, циљеви промене инструмената монетарне политике били су следећи:

- У периоду када је проблем ликвидност у локалној валути сагледаван као краткорочна позиција, централна банка се одлучила да реагује кроз раст репо операција. Како су ризици из међународног окружења јачали, а приливи капитала слабили, обими аукција су повећавани. Када је новонастала позиција ликвидности прихваћена као позиција трајнијег карактера, уследио је циклус смањења стопа обавезне резерве. С обзиром на растући проблем ликвидности у TRY, омогућено је и да се део обавезне резерве у лирама издваја у девизама и/или у злату. Ипак, анализа израђена од стране експерата централне банке указује да промена стопе обавезне резерве утиче на кредитни раст у Турској са легом од једног квартала, а на приватну потрошњу са легом од два квартала, тако да је остао утисак да су промене стопа обавезне резерве вршене динамиком која није била примерена тржишним условима.

- Иако кретања инфлације и слабљење лире нису ишли у прилог одлуци о снижењу, референтна каматна стопа је коригована надоле, услед страха од рецесије домаће економије. Са друге стране, уместо очекиваног раста референтне стопе у условима растућих инфлаторних притисака и контракције портфолио инвестиција, централна банка је повећала стопу на депозитне олакшице а потом и на кредитне олакшице – чиме се прва готово изједначила са референтном стопом, а друга битно одскочила. Након тога уследило је и појашњење представника централне банке да се референтна стопа може повећати без њеног експлицитног повећања у условима успоравања економске активности, и то кроз повећање стопа на сталне олакшице. Ова политика праћена је и контракцијом обима обезбеђења ликвидности кроз репо операције, како би се банке стимулисале да се задужују код централне банке по високим стопама (на кредитну олакшицу), што ће оне чинити само у одсуству других алтернатива. Ипак, прелазак на неформалну стратегију засновану на високим каматним стопама на кредитну олакшицу и контракцију обезбеђења ликвидности кроз репо операције није одмах дао жељене ефекте, јер централна банка није промтно, када је најавила, смањила обиме репо операција. Због тога банке још извесно време нису биле стимулисане да користе кредитну олакшицу, већ су имале приступ јефтинијим средствима централне банке. Такође, наставак смањења стопа обавезне резерве улио је ликвидност у банкарски систем, тако да су мотиви за коришћење кредитних олакшица били слаби.

- Напоследку, централна банка отпочела је и спровођење аукција продаје девиза у високим дневним обимима, упркос ослобађању девизне ликвидности по основу смањења обавезне резерве. Циљ централне банке кроз ове операције био је да се спречи даља депресијација лире и раст инфлације по том основу.

Сума сумарум, Централна банка Турске је прави пример централне банке која је активно користила коридор каматних стопа у „борби“ са негативним ефектима шпекулативних прилива капитала. Ипак, треба имати у виду да честе и нагле промене коридора каматних стопа нису уобичајена пракса у централном банкарству. Током кризе, велики број централних банака користио је каматне стопе на сталне олакшице превасходно за ефикасније управљање ликвидношћу. Промене су углавном вршене тако што су у условима високог раста неповерења између тржишних учесника и контракције активности на свим сегментима тржишта новца, коридори каматних стопа сужавани али уз настојање да се задржи њихова симетричност. У тим периодима расли

су обими операција са централном банком. При првим знацима опоравка, коридори каматних стопа су враћани на претходни ниво, како би се трансакције више усмериле на међубанкарско тржиште. Услед тога је и Централна банка Турске од 2013. године отпочела ревизију коридора каматних стопа како би се обезбедила његова већа симетричност. Централна банка је саопштила и да ће радити на повећању ефикасности „опционог механизма“ у оквиру обавезне резерве (механизам назван *reserve option coefficients*) који се односи на могућност да се део TRY обавезне резерве издваја у девизном знаку и злату. Сматра се да ће аутоматски стабилизатори овог механизма умањити разлоге за постојање широког и асиметричног коридора каматних стопа. Ипак, мајска дешавања узрокована најавом *Fed*-а о смањењу обима квантитативних олакшица битно су погодила управо финансијско тржиште Турске, па је од краја маја 2013. године монетарна политика у великој мери била управо под велом ових догађаја.

VII НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ И ТРЖИШТЕ НОВЦА У СРБИЈИ

7.1. ТАРГЕТИРАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ

У протекле две ипо деценије привреду Србије карактерисала је висока и волатилна стопа инфлације и недовољно развијен финансијски сектор. Проблем ценовне нестабилности у Србији која је кулминирала хиперинфлацијом у првој половини 90-их година, као и висок степен корелираности у кретању девизног курса и цена, условили су да у дугом низу година девизни курс буде коришћен као номинално сидро у сузбијању инфлаторних притисака. Динар је, услед тога, изгубио своје функције као средство плаћања и као чувар вредности. Услед високе увозне зависности, Србија има висок „*pass-through*“ ефекат девизног курса на цене⁸⁸. Уследили су програми стабилизације, а од 2000. године и реформе у финансијском сектору (приватизације, долазак страних банака) што је, бар делимично, обновило поверење у динар. Ипак, остало је још пуно посла које је требало и које треба урадити у циљу потпуног враћања поверења у домаћу валуту. Централна банка је свој допринос на овом пољу видела, пре свега, у домену стварања окружења које карактерише ниска и предвидива инфлација. Турбулентна прошлост и висока затечена евроизација српског система свакако су били велика препрека на путу ка остварењу тог циља. Коришћењем девизног курса као номиналног сидра у периоду након петооктобарских промена 2000. године, централна банка је донекле успела да усидри и смањи инфлациона очекивања и спусти инфлацију на ниво испод 10% до средине 2003. године. Међутим, постепена депресијација динара током 2004. године прекинула је започети талас дезинфлације.

Растућа инфлација и висок прилив капитала који је уследио након „отврања“ домаћег банкарског тржишта, били су главни мотиви због којих је крајем 2005. године НБС одлучила да напусти политику руковођеног девизног курса и дозволи већи степен осцилација у његовом кретању, у складу са тржишним условима. Услед тога је почетком 2006. године НБС постепено смањивала фреквенцију интервенција на девизном тржишту, међутим, ризици из домаћег и међународног окружења који су уследили у кризном и пост кризном периоду, захтевали су поновно присуство НБС на том тржишту. Паралелно са тим, а имајући у виду комплексност тадашње ситуације,

⁸⁸ Виларет, С., Пјешчић, В., Ђукић, М., 2009., *»Основне карактеристике и досадашње искуство Србије у спровођењу стратегије циљања инфлације«, Банкарство 5 - 9, Београд.*

НБС је крајем августа 2006. године одлучила да пређе на нови оквир монетарне политике – имплицитно таргетирање инфлације⁸⁹. У том периоду као званична мера укупне инфлације коришћен је индекс цена на мало (*Reetail Price Index – RPI*), а централна банка је као основни циљ монетарне политике дефинисала остварење базне инфлације у виду циљаног распона за крај године. Опредељење само за базну инфлацију (део цена које су тржишно одређене) било је резултат чињенице да су готово половину RPI чиниле регулисане цене као и чињеницу да су цене пољопривредних производа, као веома нестабилна компонента индекса цена на мало, више под утицајем сезонских и административних фактора него мера централне банке. Период имплицитног таргетирања инфлације са опадајућим циљем за базну инфлацију уведен је као прелазни период ка експлицитној стратегији циљања инфлације. Након више од две године примене, крајем 2008. године, режим циљања инфлације је, у договору с Владом РС, и званично усвојен⁹⁰. Тада је извршен и прелазак на циљање укупног индекса потрошачких цена - ИПЦ (*Consumer Price Index – CPI*), уместо индекса цена на мало. Као основни инструмент монетарне политике настављена је да се користи референтна каматна стопа која се примењује у главним операцијама на отвореном тржишту и служи као сигнал за тржиште у погледу смера и карактера монетарне политике. Промена референтне каматне стопе директно се ефектуира на каматне стопе на међубанкарском новчаном тржишту, чије ће се промене потом одразити и на кретање активних и пасивних каматних стопа банака које су везане за њих. Због тога су краткорочне тржишне каматне стопе добиле функцију незваничног оперативног таргета монетарне политике.

Корекције референтне каматне стопе базиране су на оцени тренутне економске ситуације, као и оцени будућег кретања инфлације и економских услова. Обим и тајминг промена прате ток монетарне трансмисије, узимајући у обзир и временски помак који трансмисија подразумева али и још увек важну улогу канала девизног курса. Управо је висок степен евроизације српске економије кључна препрека успостављању веће ефикасности канала каматне стопе и већој ефикасности мера монетарне политике НБС. Када је реч о оцени успешности режима таргетирања инфлације који од 2009. године званично спроводи НБС, изузетно је тешко дати

⁸⁹ “Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике”, Септембар 2006, www.nbs.rs.

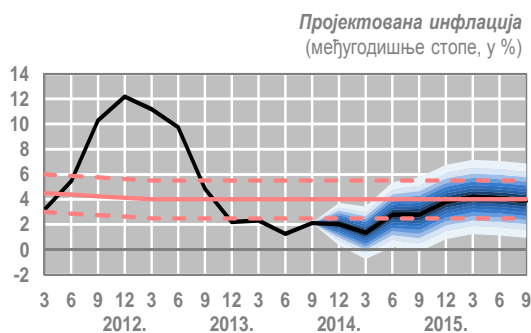
⁹⁰ “Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији”, Децембар 2008, www.nbs.rs.

његову оцену јер је почео да се пимењује у периоду када је српска привреда, као и друге привреде, била погођена серијом екстерних шокова, тако да ће коначна оцена морати да сачека неки будући период.

7.1.1. Модел Народне банке Србије

Будући да промене референтне каматне стопе делују на инфлацију с временским помаком, режим циљања инфлације захтева помоћно средство којим би се прогнозирила инфлација, и, у складу са тим, утврдила и путања референтне стопе коју треба следити да би се инфлација кретала у границама циљаног распона. У ту сврху у НБС је развијен тромесечни модел за средњорочне пројекције, који служи као кључна потпора носиоцима монетарне власти за доношење одлука о висини референтне стопе. Пројектована путања референтне стопе из основног сценарија средњорочне пројекције представља полазну основу за одлуку о висини референтне стопе. Поред ње, користи се и процена ризика у односу на основни сценарио, који се обухватају алтернативним сценаријима. На бази основног и алтернативних сценарија израђује се и пројекција инфлације која се објављује у Извештају о инфлацији, а која се састоји из централне пројекције и распона који треба да одрази ризике пројекције.

Графикон 20. Пројекција инфлације из Извештаја о инфлацији



Извор: НБС, Извештај о инфлацији – новембар 2014, http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/90_5/loi_11_2014.html.

Моделом су обухваћени кључни фактори који утичу на кретање цена у Србији, као и канали којима централна банка, кроз корекције референтне стопе, утиче на инфлацију. Модел који користи НБС припада групи новокејнзијанских модела, који подразумева да се улога монетарне политике огледа у усидравању инфлације и инфлаторних очекивања. За разлику од чисте кејнзијанске економије, у новокејнзијанским моделима

значајна је улога рационалних очекивања, тј. чињеница да економски субјекти делимично антиципирају мере монетарне политике, па је и ефекат „изненађења“ донекле умањен⁹¹.

Модел за средњорочне пројекције је и полуструктурни (*semistructural*) што значи да има јасну економску и теоријску интерпретацију, али и да се при изради модела води рачуна да он што боље одражава кретања у српској економији. Коефицијенти модела нису оцењени, већ калибрисани, тако да следе економску логику и теорију, али и уважавају основне карактеристике српске економије и кретања из скорије прошлости. Економетријске оцене користе се само као помоћно средство.

Основна структура модела НБС је веома приближна моделима коришћеним у бројним централним банкама, с тим што он садржи и бројне специфичности везане за српску привреду. Као и сви модели овог типа, и овај модел садржи четири основне једначине:

- инфлације (Филипсова крива),
- агрегатне тражње, тј. производног јаза (*IS* крива),
- девизног курса (непокривени каматни паритет) и
- референтну каматну стопу (функција реакције монетарне политике, тј. правило монетарне политике).

Реалне променљиве у моделу (економска активност, реални девизни курс, реална каматна стопа и др.) изражене су као одступања од њихових трендова, тј. јазови, због чега се овај тип модела понекад у литератури назива моделом јазова (*gaps model*). Монетарна политика својим мерама може привремено да утиче само на јазове, али не и трендове. Како су јазови и трендови тзв. неопажане компоненте, њихова оцена базирана на историјском периоду представља важан почетни део процеса средњорочне пројекције. У ту сврху користи се методологија базирану на Калмановом филтеру.

Поред тога, модел садржи и велики број помоћних једначина које описују кретање осталих релевантних економских величина, као и велики број идентитета. И поред тога, може се рећи да спада у групу релативно једноставнијих модела. Предност мањих модела је у томе што на јасан и једноставан начин могу да опишу међусобну

⁹¹ Ђукић, М., Момчиловић, Ј., Трајчев, Љ., 2010., »Модел за средњорочне пројекције Народне банке Србије«, Стручни рад бр. 17, Београд.

повезаност главних варијабли које утичу на инфлацију и које су повезане са трансмисионим механизмом монетарне политике, истовремено задржавајући теоријску кохерентност. Јасност и једноставност модела, у исто време, омогућава да га креатори монетарне политике добро разумеју, што даје добру основу за дискусију унутар централне банке - како између самих чланова Извршног одбора тако и између директних креатора пројекције и чланова Извршног одбора. Чланови Извршног одбора не само што су крајњи корисници моделских пројекција које служе као подршка доношењу одлука, већ их својим сугестијама заправо и активно креирају, па је због тога важно да за креаторе монетарне политике сам модел није „црна кутија“.



Извор: НБС, Радни папир 17/2010 „Модел за средњорочне пројекције НБС“.

Слика 5. Процес средњорочне пројекције

Поред основне пројекције путање референтне стопе која је конзистентна са остварењем циљаног нивоа инфлације, модел има и друге намене. Њиме се могу анализирати ризици остварења пројекције као и реакција монетарне политике у случају реализације неких од претпостављених ризика. Поред тога, модел има и веома важну улогу у комуникацији са генералном публиком с обзиром да се пројекција инфлације објављује тромесечно у Извештају о инфлацији.

Сам процес средњорочне пројекције чини много више од просте употребе модела. У пракси, модели нису ти који креирају пројекције, већ економисти. Чак се може рећи да дефинисање претпоставки пројекције и уопште ванмоделска економска анализа доминантно одређују резултате пројекције. Модел у том смислу пре свега служи да претпоставке и очекивања о кретањима у наредном периоду систематизује у јединствен и конзистентан оквир.

Коначно, сваки модел даје само поједностављену слику стварности и као такав никада не може потпуно тачно да опише и предвиди макроекономска кретања. Оно што модел може јесте да пружи корисне информације креаторима монетарне политике о мерама које треба предузети у остварењу основних циљева.

7.1.2. Економска интерпретација модела

Основни циљ модела НБС за средњорочне пројекције јесте да се кроз њега обухвате главни фактори који утичу на формирање цена у Србији, као и канали којима монетарна политика, путем промена референтне стопе, утиче на њихово кретање.

7.1.2.1. Фактори који утичу на инфлацију

Када су у питању фактори који опредељујуће утичу на инфлацију, битно је имати у виду да главна мера инфлације – ИПЦ, представља хетерогену корпу производа и услуга. У самом моделу инфлација је подељена у три групе: (1) базна инфлација; (2) небазна инфлација без нафтних деривата; (3) раст цена нафтних деривата. Основни критеријум при овој подели били су начини формирања цена и могућност утицаја монетарне политике на њих.

Базна инфлација је инфлација по искључењу регулисаних цена и цена пољопривредних производа. Ова група производа формира се слободно, на тржишту, па стога монетарна политика на њихово кретање може утицати својим инструментима. С обзиром на то да је учешће цена хране у базној инфлацији и уопште ИПЦ веома високо, а при том је њихово кретање знатно нестабилније од цена непрехрамбених

производа, јасно је да ова група производа у великој мери утиче на кретање инфлације. Ипак, не може се све приписати утицају цена хране. Бројни су фактори који утичу на кретање базне инфлације. Тако нпр. девизни курс представља традиционално веома битан фактор формирања цена у Србији. То је последица дугогодишње експанзивности фискалне и монетарне политике (током 80-их и 90-их година), која је довела до пада поверења у националну валуту и следствено чвршће повезаности девизног курса и цена. Промена девизног курса, уз промене иностраних цена, резултира променом увозних цена, што затим врши утицај на домаће цене. Ипак, важна претпоставка модела је да централна банка својим мерама не може утицати на тренд реалног девизног курса (као ни на остале трендове реалних променљивих), већ само на његове осцилације око тренда. Сам тренд одређен је фундаменталним економским факторима, пре свега чињеницом да је Србија земља у транзицији с релативно високим приливом капитала (не рачунајући период светске економске кризе). Као резултат, присутан је тренд ценовне конвергенције према развијеним земљама (у нашем случају еврозони), тј. тренд реалне апresiasiје динара према еврџ (*Balasa-Samuelsonov* ефекат).

И тражња за производима је битан елемент формирања цена. У периодима високе тражње, предузећа и трговци су у позицији да повећају марже, док су у периодима ниске тражње принуђени да их смањују. И инфлаторна очекивања, чак и када нису заснована на реалним основама, могу имати знатне импликације на кретање цена. Тако, предузећа своје цене формирају, између осталог, на бази очекиваног ценовног раста у наредном периоду; синдикати у своје захтеве о платама уграђују очекивану инфлацију за наредни период; становништво, уколико очекује пораст цена у наредном периоду, повећава куповину, тј. тражњу, што утиче на цене данас; а банке при одређивању каматне стопе узимају у обзир очекивану инфлацију у наредном периоду. Према томе, висока инфлаторна очекивања могу узроковати пораст инфлације чак и када се за то нису стекли реални услови. У земљама с дугом историјом високе инфлације, каква је Србија, инфлаторна очекивања прате кретање саме инфлације.

Другу групу индекса потрошачких цена у моделу чини **небазна инфлација** без нафтних деривата. У овој групи обухваћени су производи и услуге на које монетарна политика има мали утицај. Овде спадају регулисане цене (без нафтних деривата) и цене пољопривредних производа. У групу регулисаних цена спадају цене које на директан

или индиректан начин одређује држава па је утицај монетарне политике на кретање цена ових производа мало.

Са друге стране, на цене **нафтних деривата** монетарна политика има директнији утицај. Цене нафтних деривата су у највећој мери дефинисане на бази светских цена нафте (изражених у динарима) и акциза. Светска цена нафте изражена у динарима зависи од светске цене нафте изражене у доларима и девизног курса динара према долару. Утицај монетарне политике на цене нафтних деривата остварује се у највећој мери преко девизног курса, а у мањој мери преко акциза (због њиховог индексирања инфлацијом). И поред тога, највећи део осцилација цена нафтних деривата последица је кретања светских цена нафте, које су подложне значајним променама.

Једна важна карактеристика кретања цена у Србији јесте та да је укупна инфлација у току 2000-их готово по правилу била виша од базне инфлације. То се доводи у везу с чињеницом што су пре октобра 2000. године регулисане цене расле знатно спорије од оних које се формирају слободно, на тржишту, као начин чувања социјалног мира. Као последица тога, регулисане цене су 2000. године биле изразито потцењене и нису биле довољне да покрију трошкове производње (нпр. код електричне енергије, комуналних услуга, итд.). Из тог разлога, од 2001. године води се политика бржег раста регулисаних цена, које готово по правилу имају бржи раст од цена које улазе у базну инфлацију, што је резултирало тиме да је и укупна инфлација била хронично виша од базне, до пред крај 2013. године.

7.1.3. Структура основног модела

Основу модела за средњорочне пројекције чини трансмисиони механизам монетарне политике, тј. канали којима креатори монетарне политике променом референтне стопе утичу на инфлацију. Моделом се настоје обухватити најважнији фактори инфлације, уз настојање да модел остане релативно једноставан.

Модел садржи четири основне једначине за: (1) инфлацију (Филипсова крива), (2) агрегатну тражњу (производни јаз), (3) девизни курс (непокривени каматни паритет) и (4) референтну стопу (правило монетарне политике).

Одлуку о висини референтне каматне стопе централна банка доноси на основу одступања пројектоване инфлације од утврђеног циља. Референтна стопа утиче пре свега на базну инфлацију преко номиналног канала (девизни курс) и реалног канала (реални девизни курс и производни јаз, тј. тражња). У мањој мери она утиче и на цене нафтних деривата, преко девизног курса. За небазну инфлацију без деривата претпостављено је да није под утицајем монетарне политике. Премда у стварности то није у потпуности тачно, оваква претпоставка не умањује објашњавајућу снагу модела, а доприноси његовој једноставности. Због тога се у средњорочним пројекцијама небазна инфлација не пројектује моделски, већ се претпоставља на основу планова државе и очекиваног кретања цена пољопривредних производа.

Поред фактора на које монетарна политика има утицај, на инфлацију делују и бројни екстерни фактори као што су: инострана инфлација, инострана тражња, светске цене нафте, стране каматне стопе, цене хране итд.

Основни метод који служи за испитивање својстава модела је функција одговора на импулсе која даје одговор на питање како променљиве у систему реагују на шок у једној од променљивих.

7.1.4. Симулација модела

Основни циљ средњорочних пројекција јесте да дају одговор на питање како треба да се креће референтна каматна стопа да би се инфлација у наредном периоду кретала што ближе циљаној стопи. У наставку се дају симулације модела, тј. пројекције потребних одговора носилаца монетарне политике у смислу промене референтне каматне стопе на шокове у базној инфлацији, девизном курсу и премији ризика.

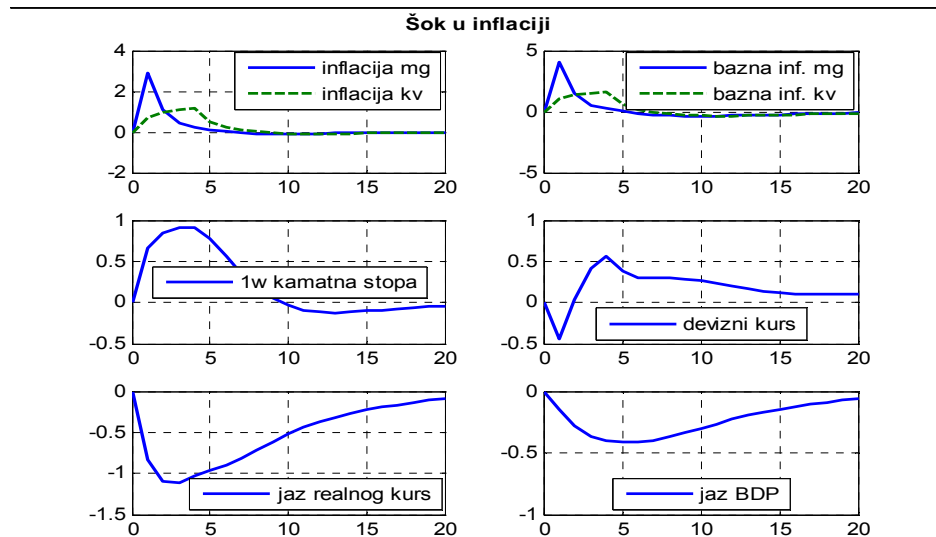
7.1.4.1. Реакција централне банке на шок у базној инфлацији

Изненадни шокови у базној инфлацији који могу бити мањег или већег интензитета, аутономни или екстерни, дешавају се увек и свуда. Ти шокови могу бити последица знатне промене цене само једног производа у индексној корпи (нпр. парадајза) али и великог броја фактора (скок светских цена нафте, лоша пољопривредна сезона, итд.).

Ако претпоставимо да је дошло до изненадног пораста базне инфлације од 1% у једном тромесечју⁹², то директно доводи до раста међугодишње инфлације у наредна четири тромесечја. У том случају одговорна централна банке ће реаговати подизањем референтне каматне стопе (*графикон 21*) што ће даље довести и до номиналне апресијације домаће валуте. Дакле, раст инфлације доводи до једнократног али трајног раста цена, што, уз иницијалну номиналну апресијацију, доводи до отварања апресијацијског јаза реалног девизног курса. Реални апресијацијски јаз значи да су реални маргинални трошкови нето увозника сада релативно нижи, што ће у наредном периоду имати дезинфлаторни ефекат.

Додатно, отварање позитивног јаза реалне каматне стопе, утиче на отварање негативног производног јаза, тј. на смањење агрегатне тражње, што такође врши дезинфлаторне притиске. Са друге стране, због трајног раста нивоа цена, номинални девизни курс након иницијалне апресијације почиње да депресира и постепено се прилагођава свом равнотежном нивоу. Иако цене настављају да расту још извесно време, као последица инерције, раста инфлаторних очекивања и депресијације динара од другог тромесечја, инфлациони шок постепено ишчезава и инфлација се враћа на нулу.

Графикон 21: Шок у инфлацији

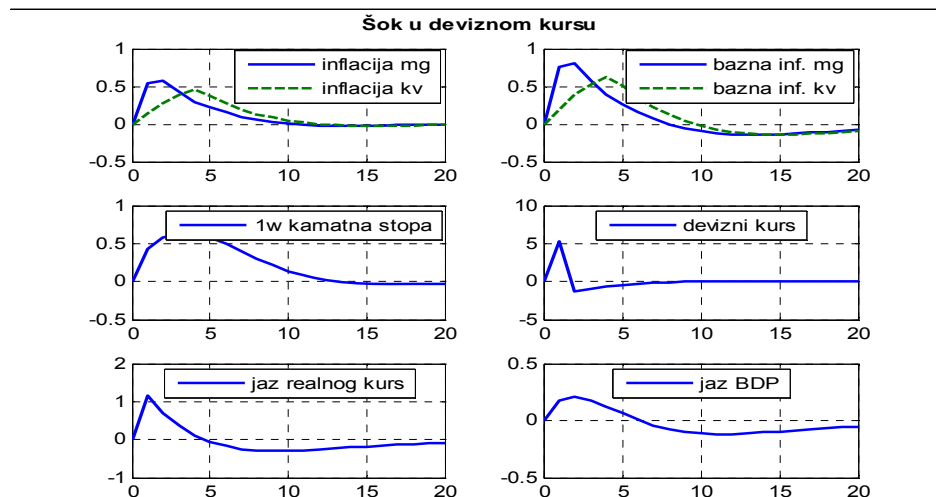


⁹² Стопе раста у моделу су анализиране, тј. помножене са четири, па због тога на графикону базна инфлација износи 4% у првом тромесечју иако је шок 1%.

7.1.4.2. Реакција централне банке на шок у номиналном девизном курсу

У случају да претпоставимо да је у једном тромесечју номинални девизни курс депресирао за 1%, и да је та промена била аутономна (није узрокована променом референтне стопе или премије ризика), она ће индуковати раст динарских цена увозних производа, што ће за последицу имати раст базне, а тиме и укупне инфлације. Таква депресијација може настати нпр. у периоду када нека велика компанија измирује обавезе према иностранству (најчешће крај године, набавка енергената). Како номинална депресијација није праћена растом цена у истој мери, то доводи до отварања депресијацијског јаза реалног девизног курса, а затим и до отварања позитивног производног јаза. Та два ефекта ће, уз пораст инфлаторних очекивања, за последицу имати инфлаторне притиске у наредном тромесечју.

Графикон 22: Шок у девизном курсу

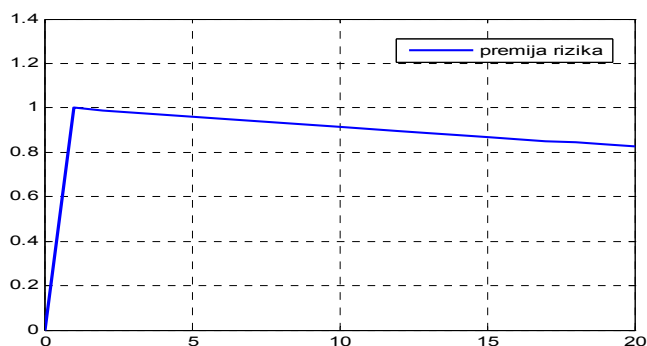


Одговорна централна банка ће реаговати на такве притиске повећањем референтне каматне стопе, што ће резултирати тиме да ефекти шока постепено почну да јењавају. Другим речима, раст референтне каматне стопе резултира умереном апресијацијом номиналног девизног курса, постепеним затварањем депресијацијског јаза реалног курса и смањењем инфлаторних притисака, чиме се и укупна инфлација враћа на иницијални ниво.

7.1.4.3. Реакција централне банке на шок у премији ризика

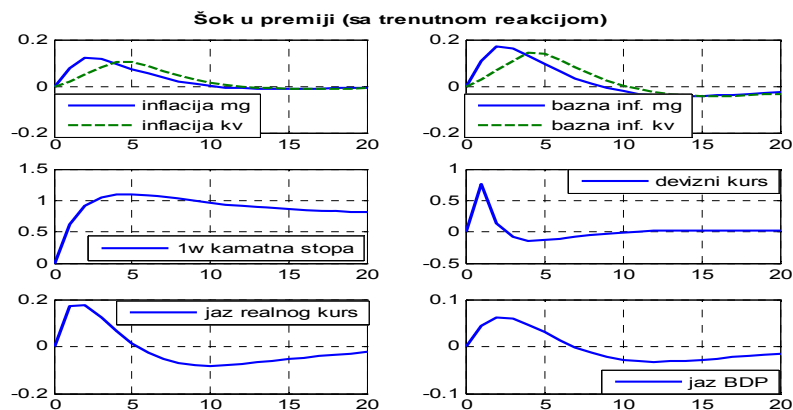
Један од честих ризика са којима се земље у развоју суочавају јесте шок у премији ризика. С обзиром да је углавном реч о малим и отвореним економијама са плитиким тржиштима, онда и најмања турбуленција може битно да утиче на премију ризика земље. Раст премије ризика за 100 бп праћен је номиналном депресијацијом домаће валуте, која се врло брзо прелива на динарске цене увозних производа.

Графикон 23: Шок у премији ризика



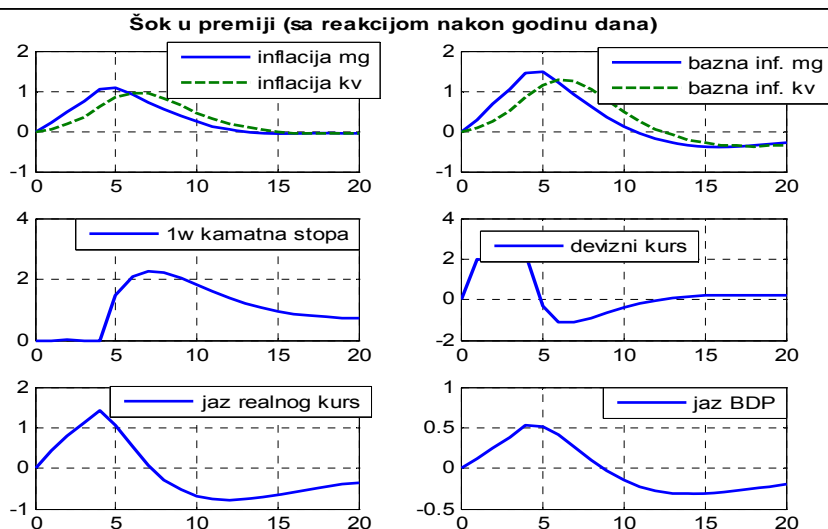
Одговорна централна банка која је свесна снаге канала девизног курса али и значаја „каматно-курсног“ диференцијала у малим и отвореним економијама, реаговаће већ на првој седници Извршног одбора већим повећањем референтне каматне стопе како би се инфлација у догледном року вратила на иницијални ниво (уколико се упореде повећања референтне каматне стопе на шок у базној инфлацији, шок у девизном курсу и шок у премији ризика) види се да је највећа реакција у смислу висине повећања референтне каматне стопе управо у случају шока у премији ризика.

Графикон 24: Шок у премији (са тренутном реакцијом)



Уколико централна банка не би одмах препознала ризик који долази по основу раста премије ризика, шок који би се испољио би био још снажнији у смислу веће депресијације и већег раста цена, па би захтевао и снажнију реакцију централне банке, тј. веће повећање референтне каматне стопе.

Графикон 25: Шок у премији са реакцијом након годину дана



7.2. ТРЖИШТЕ НОВЦА У СРБИЈИ

Развој тржишта новца у Србији може се, у институционалном смислу, поделити у две фазе. Период од 1989. до 1995. године када је у тадашњој СФРЈ а касније у СРЈ постојало институционализовано тржиште новца и краткорочних хартија од вредности, и период након 1995. године од када се трговање финансијским инструментима обавља на берзанском и ванберзанском тржишту. У овом раду даје се анализа тржишта у периоду од 1995. године, са акцентом на период након 2005. године. Ово јер се од 2005. године српски финансијски систем суочио са таласом СДИ и консеквентним растом ликвидности. У истом периоду бележи се и изванредан напредак у погледу управљања тржишним краткорочним каматним стопама, чији се почетак везује за прву репо операцију продаје хартија од стране НБС која је спроведена јануара 2005.

Како од њиховог увођења кључне стопе на међубанкарском тржишту новца - *Beonia* (стопа на преконоћне међубанкарске позајмице) и *Belibor* (котације за међубанкарске позајмице на рокове од s/n до $6m$), показују изражене осцилације и одређена неконзистентна кретања, њихова анализа је подељена у две фазе:

- 1) август 2005 – август 2006. године;
- 2) период од септембра 2006. године када је уведен Нови оквир монетарне политике заснован на коридору каматних стопа.

7.2.1. Тржиште новца у Србији у периоду од 1995. до августа 2005. године

Прве године развоја тржишта новца у Србији обележене су недовољном ликвидношћу и скромном понудом финансијских инструмената, посебно неризичних. Крај деведесетих година карактеришу и ниски обими трговања благајничким записима НБС, услед недовољне тражње за њима. Разлог томе налази се у чињеници да их је централна банка нудила у условима недовољне ликвидности банака и уз неатрактивну каматну стопу. Уколико се овоме дода и непостојање адекватне стратегије приватизације, те одсуство планског емитовања државних хартија, јасно је да у том периоду заправо нису постојали неризични финансијски инструменти којима би се активније трговало на тек основаној берзи.

Дефицитарни извори финансирања банака и предузећа крајем деведесетих година условили су да се од 2000. године предузећа и банке окрену и тржишном начину финансирања. То је период када се бележе интензивније емисије и активан промет комерцијалним записима привреде и благајничким записима банака. Трговање комерцијалним записима обављало се само делом преко берзе а затно више изван ње, при чему је трошак задуживања предузећа, тј. ниво каматних стопа на краткорочне позајмице предузећа био изузетно висок. То говори о високој ризику премији на те хартије, али и доста ограниченом финансијском потенцијалу и високој неликвидности финансијског и реалног сектора Србије у том периоду.

Јула 2002. године трговање благајничким записима банака је готово замрло. Увођењем обавезе детаљнијег извештавања о пословању емитената у 2003. године, до тада

релативно развијено, и тржиште комерцијалних записа предузећа замире, како по обиму промета, тако и по броју трансакција.

Ни покушај откривања најниже (неризичне) каматне стопе на државне записе није био успешан. Стопе приноса на овом тржишном сегменту су осцилирале у супротности са фундаменталним законитостима, и генерално, биле су на изузетно високом нивоу. У прилог овој тврдњи говори податак да су у неким ситуацијама оне биле више од комерцијалних стопа (нпр. стопа на жирални новац), због чега нису могле да служе као „*benchmark*“ за друге краткорочне каматне стопе. Тражња за овим хартијама била је концентрисана на неколико високо ликвидних банака, док је цена новца по којем се држава на овај начин задуживала била изузетно висока.

7.2.2. Тржиште новца у Србији од августа 2005. године до увођења Новог оквира монетарне политике (септембар 2006)

Долазак „страних“ банака и докапитализације које су уследиле, подстакли су развој међубанкарског тржишта, које постаје важан сегмент тржишта новца у Србији.

У том периоду коридор каматних стопа НБС је био изузетно широк, те није могао да има функцију адекватног механизма за управљање краткорочним каматним стопама на тржишту новца у Србији. Ово се посебно односило на доњу границу коридора тј. стопу на средства банака депонована код НБС. Иако повећана са 2,975% на 6,0% новембра 2005. године, ова стопа је и даље била знатно нижа у односу на стопе које су банке могле да остваре по основу пласмана у хартије НБС.

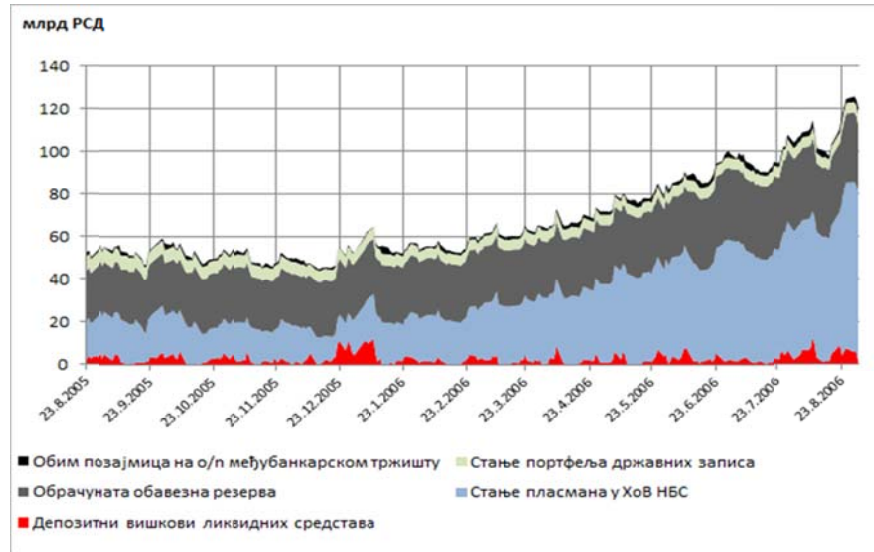
Услед хроничног вишка ликвидности банкарског система од половине 2005. године, преконоћна стопа *Beonia* осцилирала је знатно испод просечне пондерисане стопе на пласмане банака у 2w операције НБС, уз висок степен волатилности. Са друге стране, 2w *Belibor* стопа осцилирала је изнад стопе на 2w операције НБС, а њено кретање било је знатно равномерније. Разлог томе налази се у чињеници да је НБС у том периоду углавном спроводила 2w репо операције које су представљале извешан „*benchmark*“ за 2w *Belibor* стопу.

Поред 2m операција, НБС је у посматраном периоду спроводила и 1m репо трансакције (закључно са новембром 2005. године) и 2m репо трансакције, а држава је емитовала 3m и 6m записе. *Belibor* стопе су углавном осцилирале изнад стопа НБС релевантних рочности, док су слабо, односно нису уопште пратиле кретања стопа на државне записе. Разлог томе налази се у чињеници да стопе на државне записе у том периоду нису биле тржишно формиране, тј. нису биле прави одраз тражње за овим хартијама.

Све до децембра 2005. године каматне стопе у операцијама НБС биле су ниже у односу на стопу инфлације, тј. биле су реално негативне. Упркос томе, тржиште ових краткорочних хартија није замрло. Тражња за њима је постојала, премда у нешто мањем обиму. Разлог томе може да се тражи у недостатку инвестиционих алтернатива на неразвијеном и плитком финансијском тржишту Србије, као и сигурности пласмана који су пружале операције НБС. Ипак, константан раст вишкова ликвидних средстава по основу СДИ и раста инозадужења банака од 2005. године, представљао је стално присутну претњу по стабилност цена, а тиме и велики изазов за монетарне власти. Због тога је, у циљу лимитирања раста агрегатне тражње, НБС крајем децембра 2005. године кренула путем реално позитивних каматних стопа у операцијама НБС.

Са друге стране, у кретању каматних стопа на државне записе бележе се извесна дивергентна кретања. Тако су у периоду април 2003 – септембар 2005. године стопе на државне записе биле више од стопа у операцијама НБС, да би од октобра 2005. године отпочео супротан тренд. Од тог периода бележи се пад стопа на државне записе тако да су у периоду до августа 2006. године ове стопе биле реално негативне. Истовремено, дискрепанца између стопа на државне записе и стопа на хартије НБС се повећавала, што није имало утемељење у фундаменталним кретањима имајући у виду да је у оба случаја реч о хартијама које носе минималан ризик. У одсуству других логичних објашњења, разлог оваквог тренда може се тражити у чињеници да на аукцијама НБС могу учествовати само банке, док државне записе, преко овлашћених учесника, могу да купују сва правна и физичка лица. Имајући у виду неатрактивне стопе по којима су државни записи продавани у посматраном периоду, јасно је да банке нису имале интерес за куповину ових хартије. Са друге стране, поједини учесници (нпр. осигуравајућа друштва) нису имали друге алтернативе за сигурне инвестиције па су средства усмеравли у пласмане у ове хартије. Све наведено свакако је определило и структуру пласмана у инструменте тржишта новца у том периоду (графикон бр. 26).

Графикон 26. Изабрани фактори који су у периоду 23. август 2005 – 31. август 2006 утицали на динарску ликвидност банака у Србији



Извор: подаци НБС и Министарства финансија РС.

Дакле, и поред реално негативних стопа на државне записе извесна тражња за њима је постојала те се њихов портфељ кретао у распону од 4,8 до 6,7 млрд RSD у посматраном периоду. Тржиште ових хартија у том периоду су одржавали инвеститори попут пензионих фондова који су имали наметнуту обавезу да део свог портфеља пласирају у ове хартије, што је вештачки допринело одржавању овог сегмента тржишта новца. Очекивано, сток ових хартија био је далеко нижи од стока хартија НБС који је у посматраном периоду повећан за чак 60,6 млрд RSD - на 78,6 млрд RSD колико је износио крајем августа 2006. године. Из кретања приказаних у графикону бр. 26 јасно се види да од децембра 2005. пласмани банака у хартије НБС бележе константан раст, чему су свакако допринеле висока ликвидност банкарског сектора и атрактивне реалне каматне стопе на ове хартије током 2006. године.

У истом периоду банке су доста користиле и погодност депоновања средстава код НБС, што је посебно било изражено петком и пред дане празника. Ни за интензивно коришћење ове погодности не постоји логично, на економским фундаментима утемељено објашњење, имајући у виду да је каматна стопа на депозитне олакшице у том периоду била знатно нижа од других краткорочних каматних стопа. Са друге

стране, упркос томе што је стопа *Beonia* била виша од стопе на депозитне олакшице, на о/п сегменту међубанкарског тржишта новца нису бележене значајније активности, те су у посматраном периоду просечни дневни обими трговања били више него дупло нижи у поређењу са депозитним олакшицама. На основу изнетог може се констатовати да су банке у периоду август 2005 – август 2006. године водиле изузетно пасивну политику управљања ликвидношћу, засновану махом на операцијама са централном банком. Разлога за такво понашање има неколико:

- тзв. интерни лимити (ограничења обима пласмана) према појединим банкама које послују у Србији, који су банкама „ћеркама“ наметнути од стране „матичних“ банака. Тако је затварање једног канала – међубанкарски пласмани, отворило нови канал – пласмани банака код НБС. Постојање ових лимита није карактеристично само за Србију, већ генерално за тржишта земаља у развоју са високом заступљеношћу „страног“ капитала у банкарском систему, и не ретко се наводи као један од ограничавајућих фактора развоја међубанкарског тржишта;

- механизам дневног издвајања обавезне резерве на нивоу који није нижи од 80% од обрачунате обавезне резерве;

- обрачун издвајања обавезне резерве који не укључује нерадне дане, због чега се петком и пред дане празника бележи већи раст депоновања вишкова ликвидности код НБС, али и нагли пад обима трговања на о/п међубанкарском тржишту који је праћен и падом стопе *Beonia*. Реч је о својеврсној тржишној аномалији популарно названој „ефекат петка“ (*Friday effect*). Првог наредног радног дана бележе се кретања супротног смера - враћање средстава са депозитних олакшица на жиро-рачуне банака (што је уједно и издвајање обавезне резерве), раст о/п међубанкарских позајмица и стопе *Beonia*. Из наведених разлога, кључни параметри тржишта новца значајно су осцилирали петком и понедељком;

- крај обрачунског периода за обавезну резерву који је био успостављен на 10. дан у месецу, што је био дан великих одлива средстава јер су тада измириване обавезе по основу ПДВ-а, што је узроковало и нагли раст стопе *Beonia* тог дана.

7.2.3. Тржиште новца у Србији након увођења Новог оквира монетарне политике НБС

7.2.3.1. Пулсирање каматних стопа на тржишту новца

Крајем августа 2006. године НБС је прихватила стратегију циљања инфлације као нови режим монетарне политике. Са усвајањем инфлаторног таргетирања централна банка се определила да стопу на главне операције користи као главни инструмент трансмисије мера монетарне политике којим ће настојати да оствари свој основни циљ – стабилност цена.

Од тог периода, краткорочне каматне стопе на тржишту новца добијају улогу својеврсног, према не и званично објављеног, оперативног таргета монетарне политике. Своје главне репо операције (прво 2w а потом и 1w операције од 18. јула 2012. године) НБС све до јула 2012. године спроводи по фиксној каматној стопи и без унапред одређеног износа, у настојању да се сигнални ефекат референтне каматне стопе аутоматски пренесе на све делове краткорочне динарске криве приноса. Истовремено, НБС је спроводила и операције дужих рочности (6m), у настојању да допринесе развоју криве приноса на тржишту новца, али и да кроз понуђене стопе банака прикупи корисне информације о њиховим очекивањима у погледу будућих кретања каматних стопа. Зато је у дизајну ових операција НБС користила модел вишеструке каматне стопе са унапред ограниченим износом. Оваквим избором централна банка је настојала да избегне ситуацију у којој својим операцијама директно делује на две тачке криве приноса, а потенцијално велике флукуације каматних стопа на овим аукцијама ограничаване су обимима који су били ниски, тј. знатно нижи од обима у главним операцијама. Како је фебруара 2009. године Министарство финансија на регуларној основи почело да емитује државне записе, НБС се повукла са тржишта дужих рочности.

Паралелно са опредељењем да референтну каматну стопу користи као главни инструмент монетарне политике, НБС је имплементирала и коридор каматних стопа у циљу бољег усмеравања кретања краткорочних каматних стопа. Кључни корак у

имплементацији коридора било је везивање каматне стопе на депозитне олакшице за референтну стопу централне банке, тј. нагли раст ове стопе. Иницијални коридор успостављен је у симетричном распону од +/- 4 п.п. у односу на референтну каматну стопу која је тада била на нивоу од 18%. Са снижавањем референтне каматне стопе и са постепеним оживљавањем трансакција на међубанкарском тржишту, коридор је сужен прво на +/-3 п.п. а потом на +/-2,5 п.п. колико износи и данас. Имајући у виду висину референтне каматне стопе која је виша у односу на земље у окружењу - може се рећи да је овакав распон стопа прихватљив, да омогућава релативно ефикасну трансмисију сигнала монетарне политике при чему не ограничава развој међубанкарског тржишта.

Увођење Новог оквира монетарне политике у великој мери је „усидрило“ осцилације краткорочних каматних стопа на тржишту новца. Додатни подстицај развоју међубанкарског тржишта представљало је и смањење обавезног дневног издвајања обавезне резерве са 80% на 50%, а потом и његово укидање новембра 2006. године. Од тог периода банке имају обавезу да им просечно издвајање у току обрачунског периода буде на нивоу обрачунате обавезне резерве, тј. укинута су сва ограничења банкама у погледу висине дневног издвајања обавезне резерве. Тај моменат је представљао својеврсну прекретницу у управљању ликвидношћу банкарског сектора, имајући у виду да је овом изменом банкама омогућено да управљају ликвидношћу ефикасније, искључиво на бази стварних потреба за средствима. Додатни подстицај развоју међубанкарског тржишта уследио је маја 2008. године када је усвојен сет нових мера који је, између осталог, обухватио:

- укључивање нерадних дана у обрачун обавезне резерве;
- измену периода издвајања обавезне резерве на период од 18. у месецу до 17. у наредном месецу, чиме је обезбеђено да крај обрачунског периода не пада на дан значајнијих одлива средстава.

Иако наизглед не тако велике по обиму, уведене измене представљале су ипак поприличан подстицај за међубанкарске трансакције. Наиме, од маја 2008. године банке су престале са праксом да последњег радног дана у седмици депонују средства код НБС (ишчезавање ефекта петка), а тог дана се више не бележи ни нагли пад стопе

Beonia. Од маја 2008. године ова стопа равномерно пулсира око и углавном испод референтне каматне стопе, што се доводи у везу са вишком ликвидности који се у банкарском систему Србије постепено акумулирао од 2005. године. Једини дан када се бележе већа одступања ове стопе од референтне стопе јесте крај једног и почетак наредног обрачунског периода обавезне резерве. Матрица понашања је следећа - пад последњег дана периода обавезне резерве услед вишкова мерених слободним средствима тога дана, и консеквентни раст, тј. враћање на претходни ниво наредног радног дана.

За разлику од *Beonia* стопе, *Belibor* стопе од почетка званичног објављивања, а посебно од имплементације Новог оквира монетарне политике и увођења механизма упросечавања обавезне резерве, равномерно прате кретање реперних стопа НБС. Кретање ових стопа је, не ретко, било и под утицајем очекиваних кретања референтне каматне стопе. Са друге стране, њихово пулсирање је било потпуно некорелисано са кретањем стопа на трезорске хартије реперних рочности у једном дужем периоду. Поред тога што су биле изузетно ниске, стопе на државне записе су у периоду август 2007 – новембар 2008. године биле и реално негативне, те не треба да чуди што нису представљале „*benchmark*“ за краткорочне међубанкарске каматне стопе. У децембру 2008. године држава је „дуплирала“ каматне стопе на 3m хартије које су у том момемнту биле једина рочност за тржишни део динарског дуга, али то није битније допринело реализацији на аукцијама. Разлог томе налази се у чињеници да су те стопе и даље биле ниже од каматних стопа које су се могле оставири у 2w операцијама са централном банком. Тек од фебруара 2009. године може се заиста говорити о тржишном формирању каматних стопа на државне записе, када је држава подигла стопе на 3m записе до нивоа референтне стопе. Реализација на аукцијама је повећана, али и даље кроз тражњу није апсорбована укупна понуда. Тек је у априлу 2009. године, када су стопе на записе премашиле ниво референтне стопе, отпочео циклус високе тражње и реализације на аукцијама државних хартија.

До краја те године уведене су и нове рочности динарских државних хартија (6m, 12m), тако да је динарска крива приноса продужена 2009. године на 12m. У наредној години крива приноса је продужена на 2 године, потом су у 2011. години успешно емитоване и

трогодишње хартије. Потом су уследиле емисије петогодишњих хартија (2012), седмогодишњих хартија (2013) и десетогодишњих хартија (2014).

Генерално се од увођења новог оквира монетарне политике може констатовати да стопе на међубанкарске трансакције и на државне хартије, као најзаступљеније инструменте на тржишту новца, пулсирају око референтне каматне стопе при чему стопа *Beonia* пулсира испод ње одражавајући тиме позицију вишка ликвидности у банкарском систему. Са друге стране, каматне стопе осталих рочности осцилирају равномерно изнад референтне стопе услед уграђених премија ликвидности повезаних са дужим рочностима. Известан заокрет у кретању каматних стопа на тржишту новца уследио је јуна 2012. године када су, услед стерилизације динарске ликвидности кроз измену валутне композиције издвајања обавезне резерве, поједине банке дошле у позицију привременог мањка динарске ликвидности⁹³. Међубанкарске стопе забалежиле су раст, при чему је *Beonia* прешла ниво референтне стопе а стопе дужих рочности су се приближиле горњој граници коридора, док су поједине чак и прешле њен ниво. Услед описаних кретања, НБС је јула 2012. године променила смер својих главних операција преласком на операције обезбеђења ликвидности. Поред промене смера, промењен је и модел аукција са фиксне на варијабилну каматну стопу. Услед релативно високе тражње за средствима коју је на првим аукцијама исказало свега неколико банака, просечна пондерисана каматна стопа на аукцијама НБС одржаваним у периоду од половине августа до половине септембра била је знатно виша од реперне варијабле централне банке, што може да имплицира да су на њима учествовале банке којима је раст динарске обавезне резерве изазвао дефицит динарске ликвидности. У периоду који је уследио, динарска ликвидност у систему је креирана кроз трансакције државе (монетизације девизних депозита државе) кратокатеристичне за последњи квартал у години, због чега је смањена потреба за средствима централне банке и за оних неколико банака које су учествовале у операцијама обезбеђења ликвидности. Наиме, држава је у октобру, а посебно у децембру 2012. године, продавала девизе ради измиривања доспелих обавеза, што је определило и раст ликвидности у систему. На аукцијама организованим током новембра готово да није било тражње банака за средствима, или је иста била маргинална, што је било у складу са растом динарске

⁹³ Реч је о банкама које нису имале пласмане у хартије НБС па нису изласком из истих могле брзо да обезбеде потребну ликвидност. Такође, иако им је истовремено ослобођена девизна ликвидност, та средства нису могле одмах и у целости да продају на тржишту како би дошле до динара, због потребе одржавања ПДР-а (показатеља девизног ризика).

ликвидности банкарског сектора у том периоду која је креирана раније поменутиим активностима државе. Одсуство тражње на аукцијама и растућа ликвидност која је претила да изврши притисак на девизно тржиште, утицали су да половином децембра централна банка изврши заокрет, тачније враћање на 1w репо операције повлачења ликвидности као главне операције на отвореном тржишту. Том приликом изостала је потпуна конвергенција на стари модел аукција. Како би се постигао ефекат смањења реперних каматних стопа на тржишту новца, задржан је модел аукција по вишеструкој каматној стопи уз лимитиран обим ликвидности који је уведен јула 2012. године. Од преласка на операције стерилизације ликвидности тражња банака на аукцијама била је констатно виша од понуде централне банке, а стопа која се остварује на аукцијама је на нивоима који су близу стопе на депозитне олакшице, одражавајући тиме позицију вишка ликвидности у систему. Остатак средстава (део незадовољене тражње) банке су махом пласирале у депозитне олакшице код НБС. Уколико се пад *Belibor* каматних стопа који је уследио може довести у везу са измењеним моделом аукција централне банке, а извесно је да могу, може се рећи да је централна банка дизајном свога инструмента допринела да се секторима који имају динарске кредите везане за каматне стопе са међубанкарског тржишта новца сниже трошкови камате. Међутим, у периоду од краја 2014. године бележи се пад динарске ликвидности и привремени раст каматних стопа на међубанкарском тржишту у горњу границу коридора (због стерилизације динарске ликвидности кроз интервенције на девизном тржишту и измену валутне структуре издвајања девизне обавезне резерве) што је резултирало и падом обима на репо аукцијама НБС, а поједине аукције у 2015. години нису одржане. У мају 2015. године, референтна каматна стопа је снижена на 6%, што је њен најнижи ниво од увођења Новог оквира монетарне политике.

Са друге стране, стопе на државне хартије настављају да равномерно пулсирају изнад референтне каматне стопе све до октобра 2012. године, пратећи њено кретање. Смањење притисака на јавне финансије након успешног реотварања емисије еврообвезница у септембру 2012. године и позитивнија перцепција инвеститора, утицале су на пад каматних стопа на примарном тржишту динарских државних хартија у окторбу, које је настављено упркос рестриктивнијој монетарној политици која се спроводила кроз неколико повећања реперне стопе. Оваква кретања стопа на динарске државне хартије настављена су све до маја 2013. године, када је, након најаве

званичника *Fed*-а о могућем смањењу програма квантитативних олакшица, смањено интересовање страних инвеститора за пласмане у хартије земаља у развоју. Дакле, то су неспорне потврде болне чињенице о великој рањивости нашег плитког тржишта на токове страног капитала мотивисане високим приносима. И у периоду који је уследио, ризици из међународног окружења у великој мери су обликовали кретања на тржишту државних хартија.

7.2.3.2. Изабрани динарски пласмани банака у периоду септембар 2006 – септембар 2008

У периоду који је уследио од 2006. године кретања на тржишту новца у великој мери су била опредељена нагом експанзијом кредитне активности банака која је претила да угрози основни циљ НБС - стабилност цена. Управо тада, НБС доноси одлуку о ограничавању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву до нивоа који не прелази 150% основног капитала банке. Ова мера је у току 2007. године додатно поштрена, и као таква је представљала значајан катализатор тзв. изнуђених докапитализација банака. Наиме, ради очувања позиција на кредитном сегменту тржишта, већина банака се са новом мером усклађивала не кроз смањење пласмана становништву већ кроз интензивне докапитализације. У прилог томе говори и чињеница да је периоду њене примене (мера је укинута јуна 2009. године, у јеку финансијске кризе), основни капитал банака повећан са 147,2 млрд RSD (септембар 2006. године) на чак 391,0 млрд RSD (април 2009. године). Управо су описана кретања, тј. приливи краткорочног шпекулативног капитала услед високих каматних стопа на локалну валуту као и приливи девиза од стране матица за потребе њихове конверзије у динаре у циљу докапитализација, довели и до јачања динара и пада инфлације. То је даље определило кретање референтне стопе у Новом оквиру монетарне политике, али и пласмани банака у инструменте тржишта новца. Пад инфлације „дао је за право“ монетарним властима да у Т4 2006. године снизи референтну каматну стопу са 18% на 14%. С обзиром да је инфлација у том периоду забележила оштар пад, реална каматна стопа на хартије НБС је у току Т4 2006. године остварила благи пад. Упркос томе, пласмани у хартије централне банке су расли. И током 2007. године настављене су корекције референтне стопе у складу са кретањем инфлације и инфлаторних

очекивања, због чега је референтна каматна стопа снижена за додатних 4 п.п., на 10%. У другој половини 2007. године уследило је размимоилажење у кретању кључне монетарне варијабле и стопе инфлације, па се у децембру бележи ситуација реално негативне референтне стопе. И поред тога, банке су наставиле да купују хартије централне банке. Управо растући пласмани банака у условима реално негативне каматне стопе упућују на не тако охрабрујући закључак да су пласмани банака у том периоду били усмерени на хартије централне банке не због приноса који оне носе, већ због конзервативне регулативе централне банке али и одсуства атрактивних инвестиционих алтернатива.

Раст кредитне активности ка сектору становништва био је својеврсна подршка моделу раста базираном на потрошњи. Неизбежно, он се временом ефектуирао кроз раст међугодишње инфлације од половине 2007. године. Због тога су од децембра 2007. године почеле корекције референтне варијабле, а њен највећи месечни раст остварен је у марту те године када је реперна стопа повећана одједном за 3 п.п. Консеквентно, пласмани банака у хартије НБС били су посебно интензивни у првих девет месеци 2008. године, индуковани растом ликвидности банкарског система али и растом референтне стопе. Као резултат растуће тражње банака, портфељ ових хартија у билансу банака је крајем септембра достигао свој рекордни износ од чак 246 млрд RSD. Поред растућих пласмана у хартије централне банке, банке су наставиле интензивно да користе и депозитне олакшице. Тек са укључивањем и нерадних дана у обрачун обавезне резерве (мај 2008. године) постепено се губи интерес банака да петком депонују средства код централне банке, те погодност депоновања средстава код централне банке готово престаје да се користи (до јула 2012. године), а једини дан када се бележи њено интензивније коришћење је последњи дан обрачунског периода обавезне резерве. Тиме је поменути ефекат петка елиминисан.

На основу описаних кретања може да се изведе закључак да је увођење Новог оквира монетарне политике усидрило кретање краткорочних међубанкарских каматних стопа, али није битније изменило политику управљања средствима од стране банака која је и даље била пасивна.

Са друге стране, на о/п сегменту међубанкарског тржишта приметна је експанзија активности од јануара 2008. године. У прилог томе говоре подаци о просечном дневном обиму о/п позајмица који је у 2007. години износио 1,8 млрд RSD, док је у првих девет месеци 2008. достигао 6,7 млрд RSD. С обзиром на велику дискрепанцу у обимима међубанкарског трговања, део разлога се извесно може пронаћи у чињеници да је НБС управо од јануара 2008. године преузела обавезу обрачуна и објављивања података са о/п међубанкарског тржишта, те да у периоду када није постојала стриктна обавеза и контрола пријављених података, промет и стопе на овом сегменту тржишта нису одражавале стварно закључене трансакције.

Супротно пласманима код НБС и међубанкарским трансакцијама, пласмани у државне записе су у посматраном периоду били спорадични, услед ниских каматних стопа које су носили у том периоду, а само тржиште је вештачки одржавано „наметнутим“ пласманима појединим категоријама учесника које нису имале друге сигурније инвестиционе алтернативе.

7.2.3.3. Пласмани у инструменте тржишта новца од октобра 2008. године до децембра 2011. године

Актуелна дешавања на светском и домаћем финансијском тржишту, раздуживања банака по краткорочним кредитима из иностранства и нето одлив девизне штедње из последњег тромесечја 2008. године довели су до повлачења девизне ликвидности из банкарског система. У циљу пружања подршке банкарском и укупном финансијском систему, НБС је до краја 2008. године сукцесивно повећавала део девизне обавезне резерве која се издваја у динарима (са 20% на 40%). Тиме је централна банка обезбедила стабилност финансијског система јер је промптна доступност девизне ликвидности у условима одлива девизне штедње била својеврстан фактор сигурности и враћања поверења у банке, због чега је штедња врло брзо враћена у банке и након тога је наставила да расте. Потребу за динарском ликвидношћу која је била резултат измене обавезне резерве али и интензивних куповина девиза од НБС, банке су надоместиле „изласком“ из хартија НБС, те је њихов портфељ са 246 млрд RSD септембра 2008. године пао на 90 млрд RSD децембра 2008. године, односно на 62 млрд RSD фебруара 2009. године. Истовремено, дефицит динарске ликвидности принудио је поједине

банке (оне које нису имале пласмане у хартије централне банке, или исти нису били довољни) на скупе позајмице на међубанкарском тржишту. То је представљало иницијалну капислу за нагли раст стопе *Veonia* из доње у горњу половину коридора каматних стопа. Истовремено, дневни обими трговања на преконоћном међубанкарском тржишту бележе снажан раст. У фебруару 2009. године је распон између *Veonia* и референтне стопе у просеку достигао ниво од 1 п.п, док је просечан дневни обим позајмица забележио рекордних 13,8 млрд RSD. У марту се бележи највећи дневни обим трговања од чак 20,7 млрд RSD (16. март). Максималне стопе на овом тржишту искочиле су изван коридора каматних стопа у појединим данима јер неке банке нису могле да користе кредитну олакшицу код НБС, због дефицита адекватног колатерала. Како се ситуација на тржиштима матичних банака није знатније побољшала у Т1 2009. године, отворен је простор за спекулације у погледу њихове подршке банкама у Србији. Управо тада, НБС је имплементира читав низ додатних мера кроз Програм подршке финансијском сектору познатији као „Бечка иницијатива“ (*Vienna Initiative*). Сви показатељи ликвидности банака кренули су тада узлазном путањом. Стабилизација услова на међубанкарском новчаном тржишту уследила је након измене режима издвајања динарског дела девизне обавезне резерве за банке потписнице споразума. Ефекат тих мера долази до пуног изражаја у Т2 и Т3 2009. године. Након релаксације из маја и јула 2009. године (смањење динарског издвајања девизне обавезне резерве на 35% и 30% респективно) позиција динарске ликвидности банкарског сектора је битно поправљена. То је резултирало растом пласмана банака у хартије НБС, враћањем стопе *Veonia* у доњу половину коридора каматних стопа и падом промета на тржишту преконоћних позајмица.

Како је ескалација светске економске кризе узроковала и пад економске активности и увела привреду у зону рецесије, у току 2009. године уследила је градуелна релаксација монетарне политике. Све до јуна 2009. године НБС је одлуке о смањењу референтне каматне стопе доносила у условима када кретања инфлације нису ишла у прилог овим одлукама, односно када је базна инфлација била виша од циљане. Ипак, опредељење државе да се финансира на домаћем тржишту продајом државних записа по тржишним условима, учинило је каматне стопе на државне хартије „зависним“ од кретања референтне каматне стопе. Овим је појачана потреба координације монетарне и

фискалне политике, али и наметнута својеврсна „морална дилема” пред централну банку да снижавањем своје стопе трасира пут и за снижење цене државног дуга.

Дакле, прва аукција државних записа по тржишним условима спроведена је фебруара 2009. године, у околностима погоршаних услова задуживања у иностранству. То је индуковало оријентацију државе на тржишно финансирање буџетског дефицита кроз емисију динарских хартија. На првих 7 аукција извршна стопа на аукцијама је била испод референтне каматне стопе, док је на аукцијама одржаним у периоду 14. фебруар – 3. април 2009. године била на нивоу реперне варијабле централне банке. Како ни повећање те стопе није битније поправило реализацију на аукцијама државних хартија, од аукције која је одржана 6. априла 2009. године каматна стопа на ове хартије прелази ниво референтне стопе и потом наставља да осцилира на нивоу који је за око 1 п.п. виши од ње. Овакав заокрет у кретању каматних стопа био је прави катализатор тражње за државним записима.

Од јула 2009. године се распон између референтне каматне стопе и каматних стопа на државне записе значајно смањује. На ово је, пре свега, утицала поправљена позиција динарске ликвидности банкарског сектора, али и очекивања у погледу даљег смањења референтне стопе. Од августа 2009. године држава почиње да спроводи политику продужења рочне структуре дуга, те се акценат све више ставља на хартије дужих рочности. Учешће краћих рочности у укупном портфељу државних хартија бележи пад, са фазама дисконтинуитета у њиховој емисији.

У наредном периоду рочна структура динарског дела дуга имала је тенденцију продужења, с тим што су, у појединим периодима, тржишна кретања диктирала поновно враћање на емисије краћих рочности. Један од примера свакако је преливање мајских тензија 2010. године, на наше плитко тржиште. Први „удари“ који долазе по основу повлачења страног капитала узрокованог контракцијом светске ликвидности или пак неким локалним лошим вестима и кретањима (нпр. неизвесност у погледу исхода преговора са IMF-ом) осете се прво на плитком девизном тржишту кроз депресијацију динара, која је праћена интервенцијама централне банке. Потребни динари обезбеђују се у првом кругу смањењем пласмана у хартије централне банке, с обзиром на њихову кратку рочност. У наредној итерацији бележи се смањење пласмана

у државне хартије, тј. смањење реализације на аукцијама државних хартија од стране страних инвеститора. По успостављању стабилности, токови се обнављају.

Са друге стране о/п сегмент међубанкарског тржишта савршено пулсира у складу са кретањем и редистрибуцијом динарске ликвидности међу банкама на српском тржишту. За разлику од врло кратких рочности, међубанкарских трансакција дужих рочности готово и да нема. Такође, услед недовољне правне регулисаности не бележе се ни трансакције на репо међубанкарском тржишту, као ни на тржишту дериватних трансакција.

7.2.3.4. Пласмани у инструменте тржишта новца у периоду 2012 – 2014. године

Као што је већ речено, поред интервенција на девизном тржишту НБС је активно користила и политику обавезних резерви за постизање стабилизације на девизном тржишту, пре свега кроз промену валутне композиције издвајања девизне обавезне резерве. Веће измене овог инструмента могу проузроковати и израженија померања у структури пласмана на тржишту новца, тј. прекомпозицију између пласмана у хартије централне банке, државне хартије и депозитне олакшице код централне банке. Уз то, може се битније променити и политика међубанкарских позајмица. Овако велики утицај измене једног инструмента монетарне политике резултат је специфичности инструментаријума НБС (изузетно високе обавезне резерве) али и чињенице да је тржиште новца у Србији, упркос извесном развоју, и даље плитко и недовољно широко. Поред тога, активности државе на плану финансирања буџетских потреба, али и понашање нерезидената који су присутни на домаћем тржишту, такође могу да одреде кретања на тржишту новца у Србији. Период који се може изоловати као прави пример је период који је уследио од 2012. године.

Почетком 2012. године, у условима политичких (изборних) нестабилности, кретања на девизном тржишту Србије бележе високу волатилност и негативне тенденције. Ни одсуство склапања аранжмана са IMF-ом није погодновало тим кретањима. Због тога је, у циљу стабилизације кретања на девизном тржишту, НБС спровела три корекције

обавезне резерве (у априлу, јуну и августу). У једној од те три корекције стопе девизне обавезне резерве су благо снижене (у априлу за 1 п.п. - на 29% на девизне изворе средстава до две године, као и за 3 п.п. - на 22% на девизне изворе средстава преко две године). У јуну 2012. године стопа на динарске изворе индексираних девизном клаузулом повећана је на 50%, без обзира на рочност извора. Разлог таквог поступања налази се у чињеници да конверзија из девиза у динаре, а потом и обрнута конверзија, изазивају нестабилност на плитком девизном тржишту. С обзиром да је учешће индексираних обавеза у укупним обавезама ниско (у моменту увођења мере било је испод 4% укупних обавеза), мера није тангирала велики део девизне основице. Поред измена стопа девизне обавезне резерве, у сва три наврата је повећаван део девизне обавезне резерве који се издваја у динарима. У коначном ефекту, ове мере су се ефектуирале кроз стерилизацију динарске ликвидности из банкарског сектора (око 69 млрд RSD) и ослобађање девизне ликвидности (око 640 млн EUR). Због тога је, први пут од увођења операција на отвореном тржишту, НБС у јулу 2012. године извршила заокрет у смеру својих главних операција – од повлачења ликвидности ка обезбеђењу ликвидности, о чему је већ било речи. С обзиром да је измена обавезне резерве највише погодила банке које нису имале пласмане у динарске хартије НБС, тражњу за динарима оне су морале да задовоље на аукцијама НБС (због неопходности да се задовољи регулаторни ниво у погледу показатеља девизног ризика, оне нису могле одмах и у целости да продају девизе које су добиле по основу смањења издвајања у девизама, и тако дођу до потребних динара). Део тражње који није био задовољен на аукцијама НБС, затварали су на међубанкарском динарском новчаном тржишту по нешто вишим каматним стопама. Са друге стране, банке које су и даље имале вишак динарске ликвидности, а више нису имале опцију пласмана у хартије НБС јер су аукције продаје хартија суспендоване, део вишка су усмериле ка државним хартијама, док је већи део завршавао на депозитним олакшицама НБС. У периоду који је уследио, кроз трансакције државе карактеристичне за последњи квартал у години (монетизације девизних депозита државе) креирана је динарска ликвидност. Наиме, држава је у октобру, а посебно у децембру, конвертовала девизе у динаре ради измиривања доспелих обавеза, што је опредељујуће утицало на раст динарске ликвидности у систему као и смањење потребе за средствима централне банке и за оних неколико банака које су учествовале у операцијама обезбеђења ликвидности. Растућа ликвидност претила је да изврши притисак на девизно тржиште. Због тога је,

половином децембра, централна банка извршила заокрет, тј. враћање на 1w репо операције повлачења ликвидности као главне операције, али уз модел са ограниченим обимом и варијабилном каматном стопом. С обзиром да је тражња банака на аукцијама била констатно виша од понуде централне банке, остатак средстава (део незадовољене тражње) банке су махом депоновале код НБС или су пласирале у државне хартије. Раст тражње на аукцијама државних хартија и консеквентни пад каматних стопа, утицали су да, почетком 2013. године, држава продужи рочну структуру динарских хартија на 7 година. На крају дана, једино су трансакције на преконоћном међубанкарском тржишту контраховане услед примене овог модела аукција НБС. Ова каузалност се може недвосмислено повући јер је и раније, упркос израженим вишковима ликвидности, обим трансакција на међубанкарском тржишту био релативно висок. Разлог томе налазио се у чињеници да је стопа *Veonia* била нижа од референтне каматне стопе, што су поједине банке користиле да се у великој мери задуже на међубанкарском тржишту по стопама нижим од референтне стопе, а потом да средства пласирају у хартије НБС по вишим стопама (референтној стопи). Прелазак на модел аукција по варијабилној каматној стопи и са ограниченим обимом, потпуно је елиминисао мотиве банака за такво поступање с обзиром да су се стопе на аукцијама НБС приближиле стопама на депозитне олакшице. Због тога, као и чињенице да не постоји извесност који део њихове понуде ће бити прихваћен (може се десити да понуда банке уопште не буде прихваћена), банке више немају интерес да се задужеју на тржишту јефтиније а да потом пласирају средства код НБС.

Крајем маја 2013. године на домаћем тржишту се бележе нестабилности које су у великој мери биле резултат глобалних фактора (одлуке *Fed*-а о постепеном смањењу квантитативних олакшица), али и домаћих фактора у смислу постизања договора са ИМФ-ом о неопходности спровођења фискалне консолидације. Амерички инвеститори су одмах одреаговали изласком из ризичнијих пласмана, остављајући тржишта земаља у развоју са великим притиском на локалну валуту. Слична кретања бележе се у истом периоду и у другим земљама у развоју чија су тржишта подложна знатним ефектима које могу произвести краткорочни приливи капитала. Цену ових нестабилности највише су осетиле државе, кроз пад цена њихових хартија који је убрзо уследио. У циљу стабилизације кретања на девизном тржишту НБС је интензивније интервенисала крајем маја и током јуна 2013, чиме је из система стерилисан један део динарске

ликвидности. Паралелно, повећан је и обим ликвидности која се стерилише на аукцијама, како би се и кроз тај канал умањио притисак на девизно тржиште. Као резултат, стабилност на девизном тржишту је поново успостављена, док је обим депозитних олакшица код НБС смањен. Другим речима, потребну ликвидност за куповину девиза банке су обезбедиле смањењем преконоћних пласмана код централне банке. Док је девизно тржиште релативно брзо стабилизовано услед промтне реакције централне банке, исто се не може рећи и за тржиште државних хартија, на којем су нестабилности у смислу пада реализације на аукцијама и раста каматних стопа, биле присутне све до октобра. Тада су, након информација из *Fed*-а да се програм квантитативних олакшица још увек неће укидати, али и након усвајања још чвршћих мера фискалне консолидације, забележена позитивна кретања на овом сегменту тржишта. Тада НБС почиње да интервенише на девизном тржишту куповином девиза спречавајући сада и превелике апресијације динара. Могло би се закључити да је централна банка реаговала тако што се у „добрим“ временима спрема за „лошија“ времена, тј. повећавајући девизне резерве у периоду прилива капитала, да би, у периоду одлива, користила та средства за одбрану курса и спречавање претераног слабљења домаће валуте. Тиме је централна банка показала решеност да делује у оба смера, у случају да процени да су фактори који утичу на курс краткорочне природе.

Почетак 2014. године обележила је одлука *Fed*-а да отпочне смањење обима квантитативних олакшица. Због високог учешћа страних инвеститора у портфељу државних ХоВ земаља у развоју, таква одлука изазвала је депресијацијске притиске у земљама региона. Генерално, у прва два тромесечја на домаћем тржишту су забележена дивергентна кретања. Нерезиденти су у Т1 били активни на страни куповине девиза, а забележена је и повећана тражња за девизама од стране резидената, махом сезонског карактера (увозници енергената). Процењујући да су притисци на курс краткорочног карактера, НБС је до средине марта интервенисала на ДТ-у продајом девиза, по ком основу је смањена динарска ликвидност. Део потребне динарске ликвидности банке су обезбедиле смањењем пласмана у репо ХоВ НБС, а смањени су и преконоћни депозити банака код НБС. Уз непормењену референтну стопу (9,5%), просечна репо стопа није бележила веће осцилације. За разлику од Т1 у Т2 2014. године се бележи повећано улагање страних инвеститора у државне ХоВ, што је праћено и умереним апресијацијским притисцима. Како би спречила прекомерне

осцилација девизног курса, НБС је у овом тромесечју искључиво куповала девизе на девизном тржишту. По том основу, динарска ликвидност банака је повећана, па су повећани и пласмани банака у ХоВ НБС као и преконоћни депозити банака код НБС. Референтна стопа је, кроз две итерације коригована на ниже за укупно 100 б.п., на ниво од 8,5%. Пад референтне стопе пренео се и на пад просечне репо стопе (пондерисана стопа са репо аукција) која је снижена за 1,18 п.п. (са 7,57% на 6,39%). Ипак, ризици из међународног окружења, неизвесности у погледу ефеката поплава и неопходност спровођења додатних мера фискалне консолидације утицали су да се смањење РКС врши врло опрезно. И друга половина године обележена је глобалним факторима - очекивана „нормализација“ монетарне политике *Fed*-а (завршетак програма квантитативних олакшица и најављено повећање каматних стопа *Fed*-а) и позитивне вести о макроекономским показатељима САД, с једне стране, и неповољни подаци у вези с опоравком зоне евра и неизвесност у погледу ефеката мера ЕЦБ-а, с друге стране. Такође, јачање геополитичких тензија у вези с Украјином, унело је додатне неизвесности на тржишта. Поменути ризици из међународног окружења утицали су на појаву депресијацијских притисака, како код нас, тако и у земљама у региону. Поред глобалних фактора, кретања на домаћем финансијском тржишту била су и под утицајем неизвесности у погледу темпа и јачине фискалне консолидације. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, без намере да утиче на његов тренд, НБС је током друге половине 2014. интервенисла на девизном тржишту и била нето продавац девиза. Почев од новембра, у три итерације, смањене су стопе девизне обавезне резерве (на 26% на девизне изворе средстава иницијалне рочности до 2 године и 19% на изворе средстава иницијалне рочности преко две године), чиме је ослобођен део девизне ликвидности и смањени су притисци на девизном тржишту. Истовремено, донета је одлука и да се повећа део девизне обавезне резерве који се издваја у динарима, чиме је додатно ослобођена девизна ликвидност али и повучена динарска ликвидност. Због потребе за динарском ликвидношћу, банке су током друге половине 2014. смањиле пласмане у ХоВ НБС (за 80, млрд RSD на 7,5 млрд RSD) као и преконоћно депоновање средстава код НБС (за 7,4 млрд RSD на 2,0 млрд RSD). Услед описаних ризика, референтна стопа је опрезно снижена за 50 б.п. на 8,0% у новембру, и на том нивоу је остала и на крају 2014. године. Међутим, због смањења вишкова динарске ликвидности на нивоу банкарског система, а посебно код појединих банака,

пад референтне стопе од 50 б.п. се није у потпуности пренео на просечну репо стопу која је у другој половини године смањена за 19 б.п. (са 6,39% на 6,20%).

Посматрано на нивоу целе 2014. године – референтна стопа је снижена за 150 б.п. (са 9,5% на 8,0%) а просечна репо стопа за 135 б.п. (са 7,55% на 6,20%). Због потребе за динарском ликвидношћу (за куповину девиза, али и због повећања обавезне резерве која се издваја у динарима – са 145,0 млрд RSD на 158,1 млрд RSD), смањени су вишкови ликвидних средстава банака, тј. банке су смањиле пласмане у ХоВ НБС са 110,0 млрд RSD на 7,5 млрд RSD, а смањени су и преконоћни депозити банака код НБС (са 19,2 млрд RSD на 2,0 млрд RSD).

Промене у позицији ликвидности банкарског сектора (смањење) одразила су се не само на операције банака с централном банком већ и на међубанкарско тржиште новца. Просечна дневна вредност промета на међубанкарском новчаном тржишту у 2014. била је више него дупло већа у односу на просечан промет остварен у 2013. години (раст са 1,1 млрд RSD на 2,5 млрд RSD). Највећи просечан месечни износ промета забележен је у децембру (5,6 млрд RSD), уз изузетно високе дневне износе у последњој седмици децембра (30. децембра промет је достигао износ од 16,8 млрд RSD). Иако је вишак ликвидности смањен, каматна стопа *Beonia* је наставила да осцилира знатно испод РКС (на нивоу који је од 200 до 240 б.п. нижи од референтне стопе) упућујући на закључак да систем и даље послује у условима вишка ликвидности. У децембру је просечна вредност стопе *Beonia* била на нивоу од 7,4%, док су се просечне вредности за *Belibor* стопе кретале у распону од 8,0% за најкраћу рочност до 8,8% за најдужу рочност. Ипак, у последњој декади децембра (од почетка новог обрачунског периода обавезне резерве), када је тражња за динарима додатно повећана, поједине банке су користиле кредитне олакшице, што је утицало на то да *Beonia* привремено пређе у горњу половину коридора каматних стопа НБС. Услед таквих кретања, која су била привременог карактера, стопа *Beonia* је на крају 2014. године била нивоу од 9,45%, што је за 2,41 п.п. више од њене вредности с краја 2013. године. Слично кретање, под утицајем истих фактора, бележиле су и каматне стопе *Belibor* свих рочности. Међутим, након привременог раста крајем децембра, већ почетком 2015. године стопе на међубанкарском новчаном тржишту су се вратиле на нивое испод референтне стопе, тј. у доњу половину коридора каматних стопа НБС. И каматне стопе на 3m и 6m трезорске

записе су у току 2014. биле у паду. На то је највише утицало ублажавање монетарне политике НБС у току 2014. године, али и тражња за овим ХоВ. Иако те ХоВ могу да купују искључиво домаћи инвеститори, тражња за њима је била на високом нивоу. Генерално, каматне стопе на ове ХоВ више су од просечне репо стопе а ниже од *Belibor* стопа исте рочности и знатно ниже од референтне стопе, али прате њено кретање. Посматрано на нивоу целе године, каматна стопа на 3m записе је снижена за 209 б.п. на 7,0% док је на 6m снижена за 188 б.п. на 7,1%. Разлог за готово изједначавање стопа на записе различите рочности је што је последња аукција 3m записа била у новембру, пре него што је референтна стопа снижена за 50 б.п., док је аукција 6m записа организована у децембру када је референтна стопа већ била на нивоу од 8%. С обзиром да је пад стопа на записе у 2014. години израженији од пада референтне стопе, остаје валидан закључак да је на кретања стопа на записе, поред релаксације монетарне политике НБС, утицала и тражња за овим ХоВ.

Генерални закључци везани за кретање каматних стопа на тржишту новца су да од увођења Новог оквира монетарне политике стопе на тржишту новца равномерно прате кретање референтне стопе, а самим тим и просечне пондериснае репо стопе од 2013. године, која се коригује у складу са пројекцијама инфлације. Истовремено, кретање ових стопа одражава и све карактеристике позиције ликвидности домаћег система, али и одсуства великог броја инвестиционих алтернатива. За разлику од постигнутог усидравања каматних стопа, на плану развоја самих инструмената тржишта новца није много постигнуто. У том смислу дизајн инструмената централне банке као и конзервативна регулатива представљају опредељујући фактор пласмана у инструменте тржишта новца који се махом свде на пласмане у хартије централне банке и хартије државе. Такође приметно је и одсуство развијеног секундарног тржишта државних хартија од вредности, али и осигураних и неосигураних трансакција између самих банака. Због тога се у наредном делу дају препоруке за развој тржишта новца у Србији.

7.3. ПРЕПОРУКЕ ЗА УНАПРЕЂЕЊЕ ТРЖИШТА НОВЦА У СРБИЈИ

Упркос извесном напретку у последњих неколико година, тржиште новца у Србији се и даље може окарактерисати као плитко и изузетно сегментирано, са недовољном понудом инструмената. Препоруке за градуелни развој овог тржишта израђене су

уважавајући карактеристике домаће економије, као и стање и тенденције у домаћем и међународним финансијским системима.

С обзиром да успешност инфлаторног таргетирања у великој мери зависи од степена развијености тржишта новца у локалној валути, већина предлога је усмерена ка развоју динарских трансакција и инструмената, са једне стране, те активнијем управљању ликвидношћу од стране банака, са друге стране. У циљу формирања транспарентнијег тржишта, одређени предлози усмерени су на формирање организованог тржишта новца и на јачање комуникације са тржишним учесницима. Посебно се указује и на проблем волатилности инфлације, чије решење може да допринесе уклањању појединих препрека за развој тржишта новца. Указује се и на извесне регулаторне измене које би могле да подстакну развој појединих сегмената финансијског тржишта, а пре свега тржишта корпоративних и муниципалних обвезница. НБС би својим ангажовањем како у регулаторном, тако и у оперативном смислу, могла да пружи подршку и развоју тржишта деривата које тренутно готово да не постоји у Србији, јер не постоји ни интерес кључних тржишних актера за његовим успостављањем.

7.3.1. Смањење волатилности инфлације

Историје високе, али пре свега волатилне инфлације, један је од разлога због којег многи инвеститори виде тржиште Србије као недовољно стабилно тржиште за дугорочније инвестирање средстава, па своје квалитетне инвестиције преусмеравају на финансијска тржишта које карактерише нижа волатилност инфлације. Волатилност инфлације је свакако и један од аргумента који и домаћи привредници помињу када говоре о недовољно подстицајним и стабилним условима пословања. Иако је на крају 2013. године инфлација сведена на границе које су испод доње границе циља НБС, и ту је и остала, делом услед ниске агрегатне тражње и добре пољопривредне сезоне, а добрим делом као резултат предузетих мера од стране НБС, проблем перзистентне волатилности инфлације у Србији и даље је присутан и врло изражен. Дакле, проблем високе инфлације је локализован, али се решавању питања њене волатилности мора дати висок пондер на лествици важних проблема у успостављању макроекономске стабилности домаћег финансијског система.

Да би се овај проблем трајно и квалитетно решио, мора се кренути од његових корена. Дакле, пре свега утврдити кључне узроке високе волатилности инфлације у Србији. Анализа доприноса појединих компоненти инфлације њеном расту, недвосмислено указује да су највећи покретачи инфлације у претходном периоду биле заправо цене хране. Производи из ове групе су најзаступљенија група ИПЦ-а, и уједно и најволатилнија група ИПЦ-а. Отуда се може и рећи да је волатилност инфлације у великој мери индукована волатилношћу цене хране. Честе промене мера аграрне политике које су махом биле усмерене на усидравање краткорочних проблема, нису погодвале стварању предвидивог пословног окружења које је стимулативно за дугорочне инвестиције у пољопривредну производњу. Управо таква политика допринела је и високом степену нестабилности цена хране у земљи. С обзиром да је овај проблем ограничавајући фактор не само за развој домаћег тржишта хране, већ и укупног домаћег финансијског тржишта, сви кључни актери у систему треба заједнички да раде на изналажењу и имплементацији мера чија би примена допринела стабилизацији тржишта хране, тј. смањењу волатилност цена пољопривредних производа а тиме и укупне инфлације. Неке од мера које се у том циљу могу предузети, а које су и раније помињане од стране представника монетарне власти, свакако су:

- ***Измене политике стимулација.*** Систем субвенција у области пољопривреде треба ревидирати на начин да се обезбеди већа подршка мањим произвођачима а тиме и уједначенији развој. Истовремено, треба приступити и озбиљним наменским контролама употребе добијених средстава.
- ***Увођење функције тржишних интервенција.*** Досадашња политика робних резерви своди се на тек повремене и непредвиђене интервенције, које не само да нису деловале стабилизујуће на цене хране, већ су индуковале њихове веће осцилације. У том смислу, увођење праве функције тржишних интервенција, каква постоји у великом броју других земаља, могло би бити да измени степен волатилности цена хране у Србији.
- ***Реформа управљања пољопривредним земљиштем у власништву државе.*** Тржиште хране, у већој мери, треба препустити приватном сектору. Истовремено, држава треба да промени карактер интервенција у области

аграрне политике, фокусирајући своје мере на решавање фундаменталних проблема, уместо на решавање тренутних, краткорочних проблема.

Циљ ових мера није само постизање стабилности цена хране, већ и повећање конкурентности домаће производње. Мере које би требало да уследе односе се на инвестиције у наводњавање и одводњавање, али и складиштење, прераду и транспорт пољопривредних производа. Не треба занемарити ни стварање услова за јачање конкуренције у производном и трговинском ланцу у оквиру производње и дистрибуције хране.

7.3.2. Смањење степена евроизације

Кључни фактори доларизације једног финансијског система могу се тражити у високој и волатилној инфлацији, снажнијој и континуираној депресијацији домаће валуте, недовољно развијеном тржишту капитала, тржишним имперфектностима и неадекватној регулативи. Сваки фактор појединачно, али и њихова комбинација, важни су разлози слабљења поверења у домаћу валуту и појаву и ширење доларизације. За креаторе макроекономске политике изузетно је битно да детерминишу кључне факторе доларизације у домаћој економији, како би предузели и адекватне мере усмерене на њено смањење. У том смислу, смањење степена евроизације представља и један од приоритета у хијерархији циљева усмерених на унапређење инфлаторног таргетирања, али и развоја домаћег тржишта.

Србија је високо евроизована земља, без обзира који показатељ евроизације користимо. Депозити привреде и становништва су високо евроизована категорија са преко 80% депозита у девизном знаку, углавном услед снажне оријентисаности становништва на штедњу у страном валути. До сличног закључка се долази и када се степен евроизације мери заступљеношћу стране валуте у кредитирању привреде и становништва. Око 70% укупних кредита одобрених овим секторима је у девизном знаку или је индексирано у страном валути. Привреда је додатно изложена девизном ризику кроз прекограничне кредите који чине близу 50% укупног дуга привреде, и у целини су деноминирани у страном валути. Услед овакве валутне структуре кредитног портфолија, девизни курс остварује значајан утицај на његов квалитет, као и на способност привреде и

становништва да измирују своје обавезе. И држава је следила њихов пример тако да је учешће динарског дуга у укупном јавном дугу, иако на узлазној путањи од 2009. године, и даље релативно ниско (око 20%). Једино банкарски сектор није изложен девизном ризику, већ преовладава добра валутна усклађеност обавеза и потраживања у билансима банака. Можда је то у „оку“ неутралног посматрача добра позиција, ипак, забрињавајуће висок ниво ненаплативих потраживања банака апострофира чињеницу да за банке није довољно да имају добро избалансирану валутну структуру свог биланса, уколико то није случај и са њиховим клијентима. Девизни ризик клијента увек се враћа у биланс банке као имплицитни кредитни ризик.

Да би се нашла адекватна и одржива решења овог перзистентног проблема у Србији, неопходно је да се детаљно сагледају његови узроци. Кључни узроци за доминацију евра у Србији могу се сублимирати кроз: а) губитак динарске штедње током хиперинфлације 90-их година прошлог века, б) дужи периоди макроекономске нестабилности, тј. високе и волатилне инфлације; ц) неколико снажнијих депресијација динара, д) приступ јефтинијим иностраним изворима средстава који је интензиван у периоду од 2005. до 2008. године, њ) перцепција јефтинијих кредита у иностраној валути.

Уважавајући узроке евроизације, јасно је да је потребан огроман напор и дуг период како би се сваки од набројаних фактора изменио на начин да се њихов ефекат минимизира и преокрене у корист веће употребе локалне валуте. И заиста, иако је септембра 2006. године НБС релативно успешно прешла на режим имплицитног таргетирања инфлације, а јануара 2009. године и на режим експлицитног таргетирања инфлације објављујући таргете за инфлацију, кредибилитет макроекономске политике није поправљен у мери да грађани почну масовно да штеде у локалној валути, упркос знатно вишим каматним стопама на штедњу у динарима и повољнији порески третман камате на динарску штедњу. Једино објашњење за то је страх штедиша да каматни диференцијал није довољан да надокнади евентуалне губитке по основу депресијације. Ипак, анализе исплативости динарске штедње које се редовно врше у НБС указују управо супротно – да је динарска штедња у периоду 2001 – 2014. године била исплативија у далеко већем броју посматраних периода. Ни агресивнија понуда релативно јефтених девизних кредита у периоду када су бележене снажне докапитализације банака у Србији, када је капитал са запада тражио нова тржишта и више профите, није ишла у прилог финансијске дедоларизације у нашој земљи. То не

би представљало проблем тренутних размера да су кредити у већој мери коришћени за инвестиције и производњу. Уместо тога, они су махом коришћени за потрошњу, подгревајући тиме агрегатну тражњу и инфлаторне притиске. Ипак, ово не значи да се решење проблема евроизације налазило у потпуној забрани девизних и девизно индексираних кредита. Не сме се занемарити неспрона чињеница да су у једном периоду након 2000. године ови кредити били наш једини избор. Да су тада били потпуно или делимично забрањени, не би било ни битније кредитне активности, а једина опција биле би краткорочне динарске позајмице. Дакле, није грешка што девизни кредити тада нису забрањени, већ што нису упоредо стварани услови за већу мекроекономску стабилност у земљи, и привредну и политичку, што би временом донело и веће поверење у динар. Због свега тога, због мноштва пропуштених прилика и многих неискоришћених година, враћање поверења у динар биће веома тежак задатак како за централну банку тако и за Владу. Базична филозофија своди се на просту логику - поверење у домаћу валуту враћа се квалитетом привреде. Јак динар може да постоји само ако је и привреда довољно јака да га подржи.

7.3.2.1. Допринос централне банке деевроизацији финансијског система

Посматрано из угла централне банке, висок кредитни ризик сектора привреде, становништва и државе по основу девизног ризика, представља знатну опасност по стабилност финансијског система. Уз то, висока евроизација кредитног тржишта знатно је ослабила канал каматних стопа у Србији⁹⁴. Дакле, упркос опредељењу НБС да референтну каматну стопу користи као основни инструмент монетарне политике, те да канал каматних стопа буде најважнији канал трансмисионог механизма те политике, стварност је знатно другачија. Промене референтне каматне стопе преносе се на мање од 30% кредитног тржишта. Такође, каматна стопа централне банке која кроз своје операције повлачи ликвидност, представља потенцијалну инвестицију за ове банке, а не цену извора. Другим речима, она поставља доњи праг за остале динарске каматне стопе које наплаћују те банке, али свакако не опредељује трошкове извора финансирања ових банака у мери у којој делује, на пример, каматна стопа на евро тржишту новца или ултимативно референтна стопа ЕСВ-а. Последишно, уместо да прате референтну каматну стопу НБС, каматне стопе на кредите и депозите углавном пулсирају у складу са стопама на евро-тржишту новца увећаном за ризик земље. Са

⁹⁴ Димитријевић, Ј. 2007. "Монетарна политика – канали трансмисије на цене: годину дана циљања инфлације", НБС.

друге стране, канал девизног курса је у случају Србије изузетно снажан. Због високе евроизације финансијског система, ни режим девизног курса није у потпуности прилагођен таргетирању инфлације. Курс динара је само у кратком периоду био флукутирајући. Већ од октобра 2008. године, након одлива штедње и краткотрајног раздуживања банака према иностранству, НБС је поново присутна на девизном тржишту како би се обезбедила његова ликвидност и спречиле прекомерне осцилације девизног курса. Од јануара 2009. године извршен је повратак на режим руковођено флукутирајућег курса. Дакле, док је депресијација у једном периоду била пожељна јер је ублажавала ефекте глобалне кризе на нашу привреду, она је продубљивала билансне ризике приватног и државног сектора незаштићеног од девизног ризика.

Не постоји јединствено решење за успешну деевроизацију које би се могло применити у свим земљама, нити су за једну земљу у различитим фазама економског развоја исте мере подједнако ефикасне. Пракса и стручна литература указују да се мере деевроизације могу поделити у три велике групе које се могу имплементирати појединачно или пак у комбинацији: а) мере усмерене на успостављање и одржавање макроекономске стабилности; б) регулаторне, тј. административне мере директне подршке домаћој валути и ц) тржишне мере, тј. развој тржишта у локалној валути. Неспорно је да ће смањење степена евроизације бити олакшано уколико буде подржано правим редоследом мера. С обзиром да је евроизација у највећем броју земаља последица дугогодишње инфлације и нестабилног макроекономског окружења, јасно је да би макроекономска стабилност и враћања пуног поверења у домаћу валуту требало да буду кључни дугорочни кораци на путу ка деевроизацији и укупном привредном развоју земље. У том циљу стабилизационе мере треба да буду усмерене на стварање окружења са ниском и стабилном инфлацијом, двосмерну волатилност девизног курса (подједнако дозволити и апресијацију и депресијацију), структурне реформе и фискалну консолидацију. Ипак, оно што треба имати у виду је да чак и по потпуном обнављању кредибилитета економских политика постоји могућност да евроизација остане висока и упорна. Једном када се евроизација укорени, економски агенти се нерадо и тешко враћају на локалну валуту и због трошкова повезаних са преласком из стране у локалну валуту. Ово може потрајати све док се не постигне консензус међу тржишним трансакторима у погледу веће употребе домаће валуте, тј. док они не постану свесни предности употребе локалне валуте (*Reinhart, Rogoff* и *Savastano*, 2003). Поред мера усмерених на макроекономску стабилност, креатори

економске политике могу да покрену смањење нивоа доларизације и пруденцијалним мерама.

Конкретно, у случају Србије, многе регулаторне мере и мере монетарне политике су већ имплементирани како би се пружила подршка процесу динаризације али и смањењу ризика у финансијском систему:

- преференцијални третман динарских кредита становништву, у смислу обавезног депозита за кредите индексиране у еврима, док се за динарске кредите становништву није прописан депозит,
- далеко ниже стопе обавезне резерве на динарске изворе средстава (5% и 0%) у поређењу са стопама на изворе средстава у иностранству (26% и 19%),
- колатерал за монетарне операције који се састоји искључиво од динарских хартија од вредности,
- лимити у погледу изложености банке девизном ризику (тзв. показатељ девизног ризика),
- пореска политика која фаворизује приходе од камата на динарску штедњу.

Имајући у виду да без веће динарске депозитне базе, и то дугорочнијих динарских извора средстава, не може бити ни трајније динаризације, у наредном периоду треба се концентрисати на неопходан раст динарских извора средстава. Да би се то постигло, мора да се створи амбијент који ће стимулативно деловати на домаће становништво и привреду да више штеде у домаћој валути, чиме ће се креирати адекватан кредитни потенцијал у динарима. С обзиром да банке већ располажу вишковима динарске ликвидности коју пласирају у државне хартије, треба се посебно концентрисати на поправљање рочне структуре динарских извора средстава, како би се она користила за одобравање дугорочнијих кредита, а не само готовинских и потрошачких. Паралелно, треба стварати амбијент у којем ће каматне стопе на локалну валуту полако да конвергирају ка стопама на страну валуту, смањујући тако интерес клијената банака за задуживање у иностранству валути. Када се све то сабере и одузме, произилази да су монетарна стабилност и фискална одрживост примарни предуслови успешног процеса деевроизације. Ово из разлога што се само у условима ниске инфлације и стабилног девизног курса могу очекивати већа штедња и кредити у динарима. Али, чак и тада треба да протекне време да би се процес убрзао, тј. деевроизација је увек и свуда била

дугорочан процес. Брза деевроизација махом је базирана на већој употреби административних мера, што собом носи и бројне ризике. Уколико би се цео процес базирао само на административним мерама, могао би да резултира нежељеним активностима у финансијском систему, па и бегом штедње из банкарског сектора. Поједине земље су нпр. забраниле кредите у иностраној валути. Међутим, са овом мером треба бити опрезан, посебно док су каматне стопе на локалну валуту још увек битно више у односу на страну валуту.

И политика јавног дуга мора бити таква да фаворизује употребу локалне валуте, чиме ће допринети побољшању валутне структуре дуга и смањењу девизног ризика по том основу. Истовремено, потребно је стриктно регулисати пословање јавних компанија у смислу веће, ако не и потпуне усмерености на локалну валуту. Једна од могућности су и емисије хартија у локалној валути од стране државе или централне банке које би биле намењене становништву, а у циљу промоције домаће валуте. Прави пример широке палете инструмената расположивих за инвестиције становништва у локалној валути представља Пољска, а њиховој промоцији доста је допринела централна банка.

Оно што је ипак посебно важно је да приликом имплементирања појединачних мера увек треба имати у виду да оне буду дизајниране тако да не поскупљују девизне производе, већ да појефтине производе у локалној валути. Ово је посебно важно јер поскупљење девизних производа, уместо да подстакне већу употребу локалне валуте, може једноставно резултирати падом укупне интермедијације уколико не постоје алтернативни производи у домаћој валути. Тако нпр. увођење ограничења за девизно задуживање нехецованих клијената може дати брзе резултате на плану деевроизације, али може умањити укупну кредитну активност и успорити привредни раст. У условима ниске кредитне активности, оваква мера свакако не би била пожељна. Дестимулисање употребе девизних инструмената треба да буде праћено, тј. компензовано увођењем алтернативних домаћих инструмената. То значи да је потребно креирати инструменте у домаћој валути који би били адекватни супститути за активу у иностраној валути.

Дакле, веома важно је и стварање услова за развој тржишта у локалној валути. Како би се обезбедила већа ликвидност овог тржишта, тј. довољна тражња за дуговним инструментима у локалној валути, може се нпр. прописати обавеза пензионих фондова и осигуравајућих друштава да одређени проценат своје имовине пласирају у инструменте у локалној валути (у Казахстану постоји обавеза пензионих фондова да

30% портфолија држе у дугорочним државним обвезницама деноминираним у локалној валути). Помоћ може бити добродошла и од стране реномираних међународних финансијских институција које имају дугогодишњу праксу емитовања хартија у локалној валути. Оне могу бити прави катализатор развоја тржишта у локалној валути кроз повећање ликвидности тржишта али и раст поверења и јачање кредибилитета креатора макорекономске политике.

Уз све неведено, могу се понудити и алтернативни индексирани инструменти у локалној валути, при чему би се индексација вршила стопом инфлације. Уколико би се држава одлучила на већу заступљеност ових инструмената, имала би и већи интерес да се инфлација задржи на нижем нивоу. И развој тржишта деривата може бити не само од користи већ и неопходан за деевроизацију, као и за успостављање и одржавање финансијске стабилности (*Turkish Derivatives Exchange Market*, фебруар 2005). Од изузетне је важности да ови инструменти буду адекватно уведени, уз максималну могућу примену међународне праксе, и да буду доступни по приступачним ценама. Истовремено, неопходно је радити на промоцији овог тржишта, тј. на едукацији сектора привреде и становништва о неопходности заштите од девизног и ризика каматне стопе. Када се тржиште инструмената у домаћој валути развије, потреба за дериватним инструментима ће се смањити.

Коначно, не треба занемарити ни снагу едукативних активности. У том смислу, сви главни актери на финансијском тржишту треба да дају свој допринос већој употреби локалне валуте. Банке, пре свих, би могле да раде на едукацији клијената. У том смислу, оне треба да укажу клијентима да приликом доношења кредитне одлуке није битна само номинална већ и реална каматна стопа, тј. да треба да калкулишу и са евентуалном депресијацијом валуте која би могла да поскупи девизни кредит. Врло често је опредељење за девизни кредит детерминисано и чињеницом да банке не нуде адекватне или уопште не нуде производе у локалној валути, па се избор клијената једноставно своди на страну валуту. Иако банке у Србији од децембра 2011. године, када је ступио на снагу Закон о заштити корисника финансијских услуга, имају обавезу да својим клијентима прво понуде динарске производе, то се често завршава на пуком давању генералних података о висини каматне стопе без детаљнијег обавештавања клијента о ризицима које преузима. Управо због таквог поступања, банке сада носе последице финансијских ризика којима су се њихови клијенти изложили.

Уз набројане мере, и одређена глобална кретања иду у прилог смањењу евроизације кредита. Пре свега ту је очекивани раст каматних стопа у САД и евро-зони, које су тренутно на историјском минимуму. Уколико то буде праћено већ започетим снижењем каматних стопа на локалну валуту, ствара се подстицајан амбијент за динаризацију кредитног тржишта. Ипак, треба имати у виду да је евроизација кредита у Србији дубоко укореењена. Чак и у идеалним условима она се може смањивати само постепено, а најкараће у периоду од 2 до 3 године колико износи просечан кредитни портфолио на нивоу банкарског система.

7.3.3. Тржиште муниципалних обвезница у локалној валути

Чињенице су да српско финансијско тржиште карактерише неразвијено тржиште динарских хартија локалних органа власти (тзв. муниципалне хартије). Преовладава и општи утисак да се задужење локалних нивоа власти врши кроз класичне кредитне аранжмане и искључиво у иностраној валути услед нижих каматних стопа. Све заједно указује да су развојни капацитети нашег финансијског тржишта такви да постоји простор за увођење и развој тржишта ових хартија. Средства прикупљена на овај начин треба усмерити, тј. везати за дугорочне капиталне инвестиције, али, иста могу бити искоришћена и за финансирање и неких других дугорочнијих буџетских потреба уколико су трошковно најисплативији начин задуживања. Управо због тога је и важно да се на локалним нивоима управљања јавним финансијама формирају посебне јединице за управљање дугом. Задатак тих јединица треба да буде фокусиран на праћење услова на домаћем финансијском тржишту, сагледавање трошкова задуживања у домаћој и иностраној валути, израду алтернативних сценарија трошка и одрживости задужења при различитим сценаријима кретања девизног курса динара.

Приходи од камате по основу пласмана у муниципалне хартије издате у локалној валути ослобођене су од пореза, што је свакако предност у односу на хартије у иностраној валути. Дакле, локална самоуправа би могла да подстакне инвеститоре преко пореских и других олакшица, уобичајено коришћених у међународној пракси, да део инвестиција усмере у ове хартије. Управо и овај момемант треба добро искомунитирати са потенцијалним инвеститорима у ове хартије. На развијеним тржиштима тражњу за овом врстом хартија углавном генеришу три групе инвеститора:

- становништво,
- комерцијалне банке,
- осигуравајућа друштва.

Тренд на глобалном тржишту је такав да расте учешће становништва у власништву на овим хартијама. Предност ових хартија је њихово једноставније издавање у односу на нпр. корпоративне обвезнице које морају бити регистроване код националне комисије за хартије од вредности пре него што се отпочне са њиховом јавном емисијом. Оно што је битно јесте испитивање апсорпционе моћи домаћег финансијског тржишта, како би се детерминисале праве карактеристике хартија које ће тржиште моћи да апсорбује. Тако се нпр. могу емитовати тзв. степенасте хартије са растућом каматном стопом за сваки наредни ануитет. На тај начин се подстиче интерес за држање ових хартија на дуге рокове и тиме се обезбеђује већа одрживост у финансирању буџетског дефицита. Ту су и тзв. приходне обвезнице које се емитују ради финансирања развојних пројеката. Власништво на обвезницама гарантује њиховим имаоцима део прихода који се остварује од реализације пројекта.

Саме емисије муниципалних обвезница могу се вршити путем јавне понуде инвеститорима или путем приватне понуде мањој групи професионалних инвеститора. На нашем тржишту фокус треба ставити на јавне понуде, како би се што шири круг инвеститора укључио на финансијско тржиште, стварајући тако базу за његов развој.

7.3.4. Увођење нових динарских инструмената

Оно на чему свакако треба радити у наредном периоду јесте проширење круга емитената и инвеститорске базе дужничких хартија од вредности. Чињеница је да данас осим државе нема другог значајнијег емитента, а да је инвеститорска база концентрисана у банкарском сектору. То није био случај и почетком овог века.

У делу у којем је обрађен развој тржишта новца у Србији указано је да су дефицитарни извори финансирања банака и предузећа крајем деведесетих година условили да се од 2000. године предузећа и банке окрену и тржишном начину финансирања. Био је то период када се бележе интензивније емисије и активан промет комерцијалним записима привреде и благајничким записима банака. Јула 2002. године трговање благајничким записима банака је готово замрло, а увођењем обавезе детаљнијег

извештавања о пословању емитента у 2003. године, тржиште комерцијалних записа предузећа такође замире како по обиму промета, тако и по броју трансакција. Данас се дужничке хартије корпоративног сектора углавном емитују ради обезбеђења средстава на краћи рок, у мањим износима и од унапред познатих купаца. Банке се углавном задужују прикупљањем штедње или кроз класичне кредитне послове, али су током 2012. године две домаће банке емитовале динарске обвезнице. Једна банка је у мају емитовала трогодишње динарске обвезнице ширем кругу инвеститора, док је друга банка почетком новембра исте године примарно продала прву серију двогодишњих динарских обвезница на Београдској берзи. Хартије су успешно продате што указује да на домаћем тржишту постоји интерес да се, поред улагања у државне хартије, дугорочно инвестира и у дужничке хартије од вредности банкарског сектора. Овај вид финансирања банака далеко је заступљенији на западним тржиштима (тзв. *wholesale funding*) где је ослањање на депозите, иако релативно високо, знатно ниже у поређењу са Србијом. У том смислу треба радити на промовисању овог вида финансирања банака. Посебно ако се има у виду да су средства прикуљена издавањем дугорочних (преко две године) динарских хартија банака ослобођена издвајања обавезне резерве. Додатни напор треба усмерити на развој тржишта осталих категорија емитената, попут домаћих предузећа с релативно добрим бонитетом и планом развоја. Јасно је да је таквих компањија на нашем тржишту мало, али то не треба да представља кочницу овом процесу. Тржиште корпоративних хартија не развија се у почетним фазама развоја финансијског тржишта, већ долази као логична последица развоја потребних знања и инфраструктуре. Ипак, до тада треба радити на промовисању значаја ових хартија и стварању предвидивих макроекономских услова који ће погодовати њиховом развоју, попут предвидивог девизног курса, ниске и сатбилне инфлације у дужем периоду и нижег кредитног ризика земље. То би неспорно умањило трошкове емисије корпоративних хартија. Уз то, треба радити на промоцији ових хартија као атрактивних инструмената али и јачању корпоративног знања у делу управљања пословним финансијама у савременим условима пословања, како би корпорације могле боље да планирају и управљају приливима и одливима средстава.

Не мање битне су и хартије коју у иницијалној фази развоја могу бити посебно прилагођене, по својим карактеристикама, за сектор осигуравајућих друштава, инвестиционих фондова и добровољних пензијских фондова. Реч је о сертификатима о депозиту, као потврдама о држању депозита код пословних банака. С обзиром да се

исти емитују углавном на веће суме, отуда и иницијална усмереност на ове учеснике на тржишту. У некој наредној фази развоја, исти се могу понудити и становништву. Њихова кључна предност у односу на класичне депозите јесте њихова утрживост на секундарном тржишту, чиме се инвеститор одриче само дела камате, а не целокупне камате као у случају превременог разрочења уговора о депозиту.

Коначно, треба даље интензивирати сарадњу са међународним финансијским институцијама које су исказале интерес за емитовањем динарских обвезница на нашем тржишту (Европска банка за обнову и развој, Међународна финансијска корпорација и Светска банка). Поред тога што би се издавањем ових хартија обезбедили дугорочнији извори за динарско кредитирање од стране тих организација, њихов допринос развоју тржишта капитала био би вишеструк, од привлачења нових инвеститора због првокласног рејтинга хартија, до повећања транспарентности и кредибилитета локалних индекса на тржишту новца. Такве емисије би имале позитиван утицај на тржиште, јер би повећале број динарских финансијских инструмената.

7.3.5. Унапређење *Market Intelligence* функције у централној банци

Комуникација централне банке са учесницима на финансијском тржишту данас постала је веома значајна. Брзо преливање ефеката са најразвијенијих тржишта на тржишта у развоју, намеће потребу за континуираним праћењем дешавања на домаћем и иностраним финансијским тржиштима. Правовремено прибављање и дистрибуирање информације постаје све важније, што намеће и примену организованог облика прикупљања информација у самој централној банци. То се може спровести кроз успостављање посебне групе формиране посебно за ове потребе или пак кроз нешто формалније уређење ових послова унутар одређених организационих јединица у самој централној банци.

Основни задаци који би се спроводили у оквиру *Market Intelligence* функције, могу се поделити у следеће групе активности:

- редовно контактирање представника банака у циљу прикупљања информација о актуелним и очекиваним кретањима на динарском и девизном тржишту. Ове активности праћене су изградом кратких и промптних извештаја за потребе

- руководство централне банке, са акцентом на најважнија кретања;
- редовно контактирање представника банака у циљу прикупљања информација о очекивањима непосредно уочи аукција државних хартија од вредности,
- *ad-hoc* контактирање представника осталих учесника на финансијском тржишту када се за тим укаже потреба;
- организација тематских конференцијских позива са представницима банака.

С обзиром на велику заступљеност странаца у портфељу државних хартија, од изузетног је значаја и пажљиво праћење дешавања на кључним тржиштима, као и анализа одлука водећих централних банака које могу имати веће ефекте на домаће финансијско тржиште. Кључни ефекти у нашем случају остварују се кроз измену сентимента страних институционалних инвеститора према ризику и пласманима у земље у развоју, а услед измењених монетарних политика у делу квантитативних олакшица од стране кључних централних банака. Повлачење странаца са домаћег тржишта не само да доводи у питање финансирање јавног дуга, већ је најчешће праћено и слабљењем локалних валута. Додатно, и политика каматних стопа кључних централних банака је изузетно важна, с обзиром да је велики део нашег кредитног тржишта евроизован, те да су каматне стопе на кредите најчешће везане за *Euribor* и *Libor* стопе. Раст ових стопа са историјски ниских нивоа, свакако представља један од ризика у земљама у развоју. С обзиром на велико присуство „страних“ банака на домаћем тржишту, јасно је и да проблеми са којима се оне сусрећу на својим матичним тржиштима могу да резултирају и повлачењем дела средстава из земаља у развоју, што такође треба третирати као један од системских ризика. Велика изложеност домаћег система међународним и домаћим ризицима подразумева неопходност интензивне сарадње са међународном и домаћом инвестиционом заједницом.

Унапарење ове функције може допринети и увид у рачуне у платном промету појединих институција попут Агенције за приватизацију или неких других субјеката чије активности, у неком наредном периоду, могу имати битније ефекте на домаће финансијско тржиште. Оваква пракса, која је нпр. заступљена у Чешкој, показала се као добра са аспекта превенције потенцијалних ефеката неких већих прилива или одлива средстава који директно утичу на укупну ликвидност у систему.

7.3.6. Организовано тржиште новца

Домаће међубанкарско тржиште је системски недовољно регулисано и не функционише ефикасно, те се ни показатељи на том тржишту још увек не могу сматрати реперним. У том смислу, даље активности НБС требало би да буду усмерене и на његово системско регулисање. Организовано међубанкарско тржиште новца подразумева низ предности, од којих су најважније следеће:

- смањење трансакционих трошкова за учеснике;
- концентрација понуде и тражње на једном месту, што значи и њихово брже „упаривање“ и ефикаснију алокацију капитала;
- формирање јединствене тржишне краткорочне каматне стопе;
- постојање јединствене евиденције о кретању новчаних токова;
- боља повезаност динарских и девизних трансакција.

С обзиром да НБС нема законско овлашћење за организовање међубанкарског тржишта, прихватање предлога за његово уређење од стране централне банке базирало би се на добровољној основи банака. То подразумева да би систем јединственог и организованог међубанкарског тржишта новца могао да заживи само ако би га прихватиле банке са већинским учешћем у овом трговању. Такође, препорука је да банке, ради правне сигурности и јединственог поступања, закључе споразум о раду тог тржишта којим би се утврдили ближи услови закључења и извршења купопродајних трансакција на њему. Систем би био отворен за приступ нових учесника.

Јединствено међубанкарско тржиште новца може се организовати у форми свеобухватног комуникационог и информационог система који би подржавао електронско трговање између банака. Приступ том систему имала би и НБС која би, у зависности од кретања на тржишту, могла на њему промптно да интервенише. Систем за електронско трговање могао би оперативно да функционише преко *Reuters* платформе, уз одређена прилагођавања и доградњу већ постојећег система трговања које обезбеђује *Reuters* информациони систем. Имајући у виду да њом располажу скоро све банке, то не би подразумевало високе трошкове његовог увођења. Друго, алтернативно решење, је развијање технолошке платформе од стране НБС или

коришћење готових софтверских решења која су довољна флексибилна да могу лако да се прилагођавају измењеним условима на тржишту.

Систем за трговање би се састојао од два основна подсистема – за трговање девизама и за трговање динарима без колатерала (депозитни новац) и то на различите рочности. У каснијој фази платформа би могла да се допуни за трговање хартијама од вредности и финансијским дериватима, а сагласно закону. Иако би улога НБС у уређењу јединственог међубанкарског тржишта новца пре свега била заснована на пружању стручне помоћи банкама (осим уколико би централна банка развила и платформу за трговање), неспорно је да би активности централне банке на том плану биле драгоцене. Ово посебно у инцирању и изради:

- правног оквира (законски основ за организовање и рад овог тржишта);
- регулаторног оквира (дефинисање начина рада тржишта; права и обавеза учесника; начина обављања купопродајних трансакција; поступака у вези клиринга и салдирања по основу купопродајних трансакција, итд);
- технолошког оквира који је неопходан за функционисање овог тржишта (упутство о начину коришћења софтверског решења).

Улога НБС која би могла бити од посебне важности, односи се на прописивање критеријума за учествовање на међубанкарском тржишту новца; утврђивање висине гарантног депозита или колатерала у виду одређених хартија које би служиле као гаранција извршавања уговорених обавеза; утврђивање дневног обима трансакција за поједине врсте трансакције; итд.

Имплементацијом наведених предлога омогућило би се да централна банка има сталан увид у кретања на међубанкарском тржишту новца, те да правовремено интервенише одговарајућим инструментима и мерама монетраног регулисања ради остваривања утврђених циљева монетарне политике.

7.3.7. Међународни клиринг и салдирање државних хартија

Коначно, с обзиром да омогућавање међународног клиринга и салдирања државних хартија од вредности олакшава њихов пренос и трговање, и смањује трансакционе

трошкове, он може водити и појачаном интересовању страних инвеститора за пласман у домаће хартије. То даље може резултирати растом ликвидности и падом приноса на државне хартије. Повезивање Централног регистра, депоа и клиринга хартија од вредности са међународним клириншким кућама *Euroclear* и *Clearstream* може се спровести директно – Централни регистар отвара рачун у међународној клириншкој кући, или индиректно преко кастоди банке која има отворен рачун у међународној клириншкој кући. Само повезивање иницијално би резултирало извесним оперативним и трансакционим трошковима, али, дугорочно посматрано, користи од ликвиднијег тржишта би свакако надмашиле иницијалне трошкове. Ове активности могу бити праћене преговорима за увођење водеће платформе за секундарно трговање државним хартијама – *MTS*. Тиме би се обезбедио још виши ниво транспарентности и побољшала „видљивост“ наших државних хартија на међународним тржиштима.

7.3.8. Развој тржишта финансијских деривата

Финансијски деривати су инструменти који се могу користити у циљу заштите од ризика по основу отворених девизних и каматних позиција, али и за спекулативне активности везане за очекивана кретања каматних стопа и девизног курса. Поред тога, они се могу користити и ради смањења трошкова финансирања тј. за активно управљање ликвидношћу. На тржиштима у развоју прво се развијају девизни свопови, а потом и каматни свопови. Тренутно су на домаћем финансијском тржишту најзаступљенији девизни свопови краћих рочности – до седам дана, који се углавном закључују између банака и нерезидената (махом матичних банака). Поред тога, ту су и девизне форвард трансакције (углавном доларима) које банке закључују са домаћим предузећима – увозницима нафте, која на овај начин штите своја будућа плаћања од девизног ризика.

Каматни свопови (*IRS*) представљају инструменте путем којих уговорне стране замењују (свопују) фиксну и варијабилну каматну стопу и најчешће се користе за мерење очекивања у погледу будућег кретања каматних стопа. Овај тржишни сегмент је често повезан са тржиштем државних обвезница, из разлога што су на њима присутне готово исте групе инвеститора. Истовремено, каматни свопови су често и основ за креирање нових инструмената као што су фјучерси и опције. Као индикатор

ефикасности тржишта новца најчешће се користи спред између релевантних *Ibor* и *Ois* стопа на међубанкарске трансакције реперних рочности. Њихова разлика представља премију коју тржишни трансактори зарачунавају на неосигуране трансакције одређених рочности, па као таква, она указује на ставове и очекивања учесника у погледу будућих кретања на тржишту новца. Са есклацијом светске финансијске кризе највећи број анализа био је базиран управо на спредовима релевантних *Ibor – Ois* стопа чије су растуће вредности током Т4 2008. године указивале на брзорастући кредитни ризик, али и ризик ликвидности, при чему је овај други, у појединим периодима, био главна детерминанта „зидања“ каматних стопа. Управо преко ових инструмената, а посебно *IRS (Interest Rate Swap)* и *OIS (Overnight Index Swap)* индекса, носиоци монетарне политике могу да екстрахују драгоцене информације о очекивањима тржишних трансактора у погледу кретања каматних стопа као и ликвидносним условима на тржишту.

Ипак, за развој дериватних инструмената у Србији није довољна само пука воља тржишних трансактора, већ морају бити задовољени и неки основни предуслови:

- развијено међубанкарско новчано тржиште за дуже рочности;
- развијено тржиште државних хартија, како примарно, тако и секундарно, са посебним акцентом на дуже рочности;
- имплементација *ISDA* уговора која би омогућила већу уређеност у пословима са финансијским дериватима. Израда стандардизованих уговора за трансакције финансијским дериватима, пружа правни оквир за обављање ових трансакција сагласно најбољој међународној пракси;
- већи број трансакција чија је цена везана за *BEONIA* стопу - неопходан је предуслов за развој *BEONIA Overnight Index Swap-a*.

VIII ZAKЉUČCI

Тржиште новца представља један од најважнијих сегмената финансијског тржишта јер преко њега тржишни трансактори настоје да ефикасно управљају својом ликвидношћу. Такође, трансмисиони механизам референтне каматне стопе централне банке на финансијско тржиште и укупну националну економију остварује се, у највећој мери, управо преко сегмента краткорочних трансакција на овом тржишту. Преко њега се сви импулси преносе даље на дугорочније сегменте тржишта и, у крајњој инстанци, на реалну економију. Као такво, оно је изузетно важно за све учеснике, па и за државу и за централну банку. Својим мерама централна банка може *директно* да утиче на: 1) висину каматних стопа (ризични и неризични део криве приноса), 2) волатилност каматних стопа, 3) расположивост резерви ликвидности и 4) тражњу за појединим финансијским инструментима. Другим речима, најзначајнији утицаји које централне банке на тржиште новца остварују се кроз: постизање и одржавање макроекономске стабилности (пре свега ценовне стабилности); усмеравање кретања краткорочних каматних стопа као кључне варијабле на том тржишту; оптимизацију ликвидности тржишта без које нема ни стабилности на том тржишту; регулаторну улогу; саветодавну улогу и/или улогу органаизатора које могу бити важне у почетним фазама развоја овог тржишта.

Централна банка битно утиче и на стабилност финансијског система. Најзначајнији инструмент у укупном инструментаријуму монетарне политике савремених централних банака представљају операције на отвореном тржишту. Управо њихов дизајн и избор учесника за те операције битно утичу на управљање ликвидношћу и краткорочним каматним стопама на тржишту новца. Са друге стране, улога обавезних резерви као инструмента монетарне регулације се константно смањује, али оне почињу да се користе као инструмент својеврсног подстицаја тржишта новца. Додатно, као инструмент који има стабилизујућу улогу на кретање каматних стопа на тржишту новца издвојиле су се и сталне олакшице (депозитне и кредитне), с обзиром да каматне стопе на ове олакшице чине својеврстан коридор (границе) за остале стопе на тржишту новца. Сама чињеница да оне постоје у арсеналу мера централне банке делује стабилизујуће на читав финансијски систем. **XI:** Кроз историју развоја финансијског тржишта дефинисани су и основни постулати о утицају инфлације на трошак задуживања, тј. на каматну стопу. Идентификована је разлика између номиналне и

реалне каматне стопе, при чему се ова друга добија као разлика номиналне каматне стопе и очекиване инфлације, и, као таква, она прецизније одражава стварне трошкове задуживања (ФишEROVA једначина). Када је реална каматна стопа ниска, веће је интересовање за задуживање (трошак кредита се смањује) а мање за кредитирање (нижи је принос). Сличан закључак важи и за каматне стопе на финансијске инструменте. Анализа понуде и тражње за финансијским инструментима на вишегодишњим серијама података показује да када се повећа очекивана инфлација, каматне стопе на финансијске инструменте ће се повећати. Дакле, раст очекиване инфлације доводи до повећања понуде хартија (емитент настоји да се више задужи) и крива криве понуде хартија се помера надесно. Истовремено, раст очекиване инфлације доводи до пада тражње обвезница и крива тражње се помера налево. Равнотежа на тржишту се успоставља на новом, вишем нивоу. Реч је о својеврсном и доказаном Фишеровом ефекту. Високе каматне стопе негативно утичу на економску активност. Привреда улази у рецесију из које се не излази тако лако. Пад економске активности негативно се одражава и на финансијски сектор, јер, без здраве привредне активности не може се очекивати ни стабилан финансијски систем. Следи да инфлација мора бити ниска да би се одржале и ниске каматне стопе а тиме и подржала реална активност и стабилност финансијског система. Ипак, ниска инфлација не значи нужно инфлацију од 0% или дефлацију, јер оне такође нису подстицајне за реалну економију. Због тога данас највећи број централних банака своје монетарне операције спроводи у режиму таргетирања инфлације уз таргетирану инфлацију која је на нивоу од око 2%. То је ниво који се сматра прихватљивим са аспекта развоја економије и стабилности финансијског тржишта. Није довољно да инфлација буде само ниска, већ и стабилна и предвидива, уколико се жели задржати стабилност финансијског система и развој финансијског тржишта. Само на тај начин се ствара повољан амбијент за дугорочне пласмане, смањују се каматни диференцијали у односу на земље у окружењу и тиме дестимулишу шпекулативни приливи.

Централна банка је и важан учесник на тржишту новца. Кроз велики број примера показано је да операције и мере централне банке имају снажан утицај на укупну ликвидност финансијског система, рочну структуру резерви ликвидности, кретање краткорочних каматних стопа, формирање криве приноса на тржишту новца и, коначно, ублажавање кредитног ризика и ризика ликвидности. Ово пре свега кроз

успешност у изради прогноза ликвидности и оцену карактера позиције ликвидности - привремени или хронични мањак/вишак ликвидности. Уколико се позиција ликвидности не процењује адекватно, волатилност на тржишту ће бити знатно већа. Ту је и опредељење за активан или пасиван приступ операцијама који може битно да утиче на политику управљања ликвидношћу многих институција. Уколико се централна банка определи за пасиван приступ, то значи да она преузима улогу једног од битнијих учесника на тржишту што је, у нормалним условима, непожељно. Веће ослањање на операција са централном банком пожељно је само када су тржишта захваћена дисторзијама. Тада централна банка махом диктира цену новца. Такође, сам дизајн операција у великој мери може да утиче како на ликвидност на новчаном тржишту, тако и на криву приноса. Фактори који опредељују утицај ових операција су: рочност и фреквенција главних операција; врста трансакције - трајне или репо; врста аукција – по варијабилној или вишеструкој каматној стопи; са ограниченим обимом или без навођења обима операције; фреквенција и редовност осталих операција. И дужина обрачунског периода и механизам упросечавања обавезне резерве могу битно да определе волатилност кључних параметара на тржишту новца, али и да буду извор различитих дисторзија. Због тога, треба бити опрезан приликом њиховог дизајнирања. Њихова функција је посебно наглашена у случају када су стопе обавезне резерве релативно високе, и то кроз директни утицај на ликвидност (раст стопе обавезне резерве значи стерилизацију ликвидности и обрнуто), али и кроз индиректни утицај на каматне стопе (раст стопе обавезне резерве поскупљује изворе средстава, што се преноси на остале сегменте тржишта). Често се могу користити и за друге циљеве попут подстицања задуживања у локалној валути или прикупљање дугорочнијих извора (кроз ниже стопе обавезне резерве на изворе у локалној валути и/или дугорочније изворе). Такође, сама чињеница да централна банка ставља на располагање банкама сталне олакшице (кредитне и депозитне) и да оне, у ванредним условима, могу да користе ликвидност од централне банке или да депонују средства код ње, делују као својеврсни стабилизатор на тржишту. С обзиром да успостављање и одржавање макроекономске стабилности подразумева координацију мера фискалне и монетарне политике, својим мерама, централна банка битно утиче и на развој тржишта државних хартија које су најчешће прихватан колатерал у операцијама са централном банком. Ни девизно тржиште које је по својој дефиницији слободно тржиште, није изван утицаја централне банке. Обими, фреквенција и смер интервенција централне

банке на овом тржишту углавном су опредељени изабраним режимом девизног курса и обимом девизних резерви земље. X2: У основи свих инфлаторних спирала налази се раст новчане масе. На такав закључак упућују све анализе које су рађене на дугогодишњим серијама података (од 1950 до 2000. године), које упућују на висок степен корелације између стопе раста новчане масе и инфлације. Земље са највишим стопама инфлације у прошлости уједно су имале и највише стопе раста новчане масе. Паралелно, постоји висок степен корелације између флукуација новчане масе и флукуација каматних стопа. У том смислу, како би утицала и на инфлацију, централна банка мора да користи све расположиве мере да утиче на понуду новца, тј. на ликвидност у систему. Основна функција операција на отвореном тржишту које спроводе централне банке је обезбеђење адекватног нивоа ликвидности финансијског система и утицај на каматне стопе на тржишту новца. Као оптимални ниво ликвидности сматра се онај ниво резерви који је конзистентан са таргетима монетарне политике, било да је то инфлација, монетарни агрегат или девизни курс. Анализа утицаја централне банке на ликвидност на новчаном тржишту захтева да се прво утврди да ли своје операције централна банка спроводи у условима мањка или вишка ликвидности финансијског система. У ту сврху развијају се модели за прогнозу ликвидности. Резултате те прогнозе централна банка користи приликом одређивања врсте трансакције (повлачење или обезбеђење ликвидности) и обима операција на отвореном тржишту. Тако нпр. уколико жели да повећа резерве ликвидности банака, централна банка спроводи операцију куповине хартија од вредности. Обрнуто, уколико жели да смањи резерве ликвидности банака, централна банка спроводи операцију продаје хартија од вредности уз истовремено повлачење средстава из система. Поред утицаја на резерве ликвидности банака, споровођење операција на отвореном тржишту може бити од изузетног значаја и за стабилност каматних стопа. Тако нпр. када се тржиште нађе у позицији мањка ликвидности, тј. када је понуда средстава знатно нижа од тражње, каматне стопе на тржишту новца бележе тенденцију раста. Спровођењем операције куповине хартија од вредности, централна банка надомешта недостајућу ликвидност по стопама које су углавном једнаке референтној каматној стопи централне банке или су за њу везане. Таквим монетарним импулсом се истовремено обезбеђује довољна количина средстава и директно каналише кретање међубанкарских каматних стопа одређених рочности - које би без те интервенције имале тенденцију позитивног удаљавања од референтне каматне стопе. Обрнуто важи у условима вишка

ликвидности банкарског система. Такође, ове операције се лако могу кориговати, односно, уколико у њиховом спровођењу дође до грешке, иста се релативно брзо може исправити операцијом супротног смера. И обавезна резерва се може користити за смањење дневних нестабилности каматних стопа на тржишту новца (ако се примењује механизам упросечавања резерви у току обрачунског периода) као и за утицај на висину активних и пасивних каматних стопа банака. Сам ниво обавезних резерви углавном је опредељен њиховом функцијом. Уколико је нпр. употреба обавезних резерви усмерена на успостављање ефикасне контроле над изабраним монетарним таргетом, онда дефиниција и обухватност основице за обрачун обавезне резерве треба у великој мери да кореспондира са тим таргетом. Са друге стране, уколико је обавезна резерва дизајнирана тако да обезбеди „тампон ликвидности“, приликом дефинисања основице за обрачун обавезне резерве преваходно се треба фокусирати на обавезе које могу бити извор изненадних одлива средстава из банкарског сектора. Тако нагли раст резерви банака узрокован нпр. већим ванредним трошењима државе (монетизација депозита), снажним приливима капитала, интервенцијом централне банке на девизном тржишту (куповина девиза) и сл, може да утиче на нагли пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. У таквим ситуацијама, циљани ниво резерви и каматних стопа могу се поново успоставити кроз повећање обавезне резерве. Дакле, једноставном изменом обавезне резерве постижу се веома брзи ефекти на реперне варијабле тржишта новца – ликвидност и каматне стопе, али се, исто тако, могу подстаћи и веће дисторзије на тржишту. На крају, пракса показује да централна банка која, у условима вишка ликвидности, кроз своје операције не повлачи цео вишак са тржишта, то чини не само због трошкова стерилизације, већ и како не би дестимулисала међубанкарске трансакције као и пласмане банака у неке друге инструменте и производе. Уместо тога, централна банка посеже за комбинацијом инструмената који ће на најбољи и најефикаснији начин допринети остварењу циљева у погледу стабилности цена и укупне финансијске стабилности. Све напред описано недвосмислено потврђује домете различитих канала утицаја које централна банка може да оставари, како на краткорочне каматне стопе тако и на и укупну ликвидност тржишта новца, комбинацијом инструмената монетарне политике. **X3:** Такође, за бољу регулацију тржишта, као и за ефикасно функционисање канала каматних стопа и развој међубанкарског тржишта новца, важно је да се тржиште прати и уређује и са аспекта његове сегментације, тј. доминације тржишних учесника. Практика је показала да

монетарна политика не може бити ефикасна у условима када финансијским сектором доминира неколико банака и када њихово понашање може битно померити тржишна кретања. Једна од таквих ситуација може да настане у условима када је мали број банака у позицији израженог вишка ликвидности а велики број банака у позицији израженог мањка ликвидности, па мора да прихвата услове и трендове које диктира неколицина банака. То је повољан амбијент за развој уколико су трендови које велики намећу слабијима подстицајни. Међутим, уколико велике банке користе ту своју позицију да максимизирају профит кроз високе каматне стопе и марже на терет осталих тржишних учесника, настанак тржишних дисторзија је неизбежан. То касније може као бумеранг да се врати свим актерима и трансакторима, па и тим великим банкама, уколико такво понашање доведе до позиције да кључни сектори нису у могућности да уредно сервисирају своје обавезе, што ће, консеквентно, водити расту ненаплативих пласмана. Из тог разлога, примена монетарног инструментаријума која је базирана само на агрегатној позицији система, без сагледавања концентрације ликвидности по учесницима, може да буде узрок извесних дисторзија на тржишту. Ово посебно уколико централна банка за своје операције бира ужи круг учесника од којих после очекује да дистрибуирају ликвидност на тржишту, а такво понашање изостане. Слична ситуација настаје уколико постоји висока концентрација учесника на страни понуде ликвидности, при чему они нису спремни да ликвидност дистрибуирају на остале тржишне учеснике, у смислу да уопште не желе да им позајме средства или их пак пласирају по високим каматним стопама. То доводи до тога да се учесници који потребе за ликвидношћу не могу да задовоље на тржишту, обраћају централној банци за коришћење кредитних олакшица. Коришћење кредитних олакшица јавност перципира као назнаку нестабилности у систему, што често није случај, али само по себи, води инерцији и креира кризу. Због тога је задатак централне банке да својим мерама спречи настанак ситуације превелике концентрације учесника на тржишту. Препознавање такве ситуације захтева реакцију централних банака јер ови импулси са тржишта могу у наредној фази да буду генератор системског ризика. Тада ће централна банка, поред мера монетарне политике, морати да користи и мере макропруденцијалне политике, које никада нису једноставне.

Посебна пажња посвећена је монетарним операцијама централних банака током последње финансијске кризе. Са есклацијом финансијске кризе релевантни каматни

спредови, чији нивои указују на премију коју тржишни трансактори зарачунавају на неосигуране трансакције одређених рочности, нагло су повећани. Без значајнијег ангажовања централних банака тензије на овим тржиштима би трајале знатно дуже, а стабилност финансијских тржишта би била значајно нарушена. Уследила је и серија смањења кредитног рејтинга за хартије које се могу користити као колатерал у операцијама са централном банком, што је додатно отежавало спровођење монетарних операција. Иницијалну „борбу“ са проблемима који су постајали све акутнији лета 2007. године, централне банке отпочеле су променама референтне каматне стопе. Када су се стопе приближиле критичној граници (тзв. „*zero-bound*“), уследиле су и измене коридора каматних стопа. Наредна група мера, у појединим земљама, односила се на релаксацију обавезних резерви или пак на њихово привремено укидање. На крају, централне банке су посегле и за одређеним неконвенционалним мерама монетарне политике. Углавном је реч о својеврсним „*quantitative easing - QE*“ операцијама усмереним на дугорочније обезбеђење ликвидности финансијског система. У циљу обезбеђења ликвидности у валутама које су у том моменту биле дефицитарне, велики број централних банака развијених земаља спроводио је и девизне своп операције. Додатно, током кризе битно је мењана и прилагођавана политика колатерала за монетарне операције како у погледу дозвољеног рејтинга хартија од вредности, тако и самих емитената хартија али и политике *hair-cut-a*. Све наведено утицало је да централне банке које су пре појаве светске финансијске кризе углавном обезбеђивале резерве до нивоа потребног за ефикасну имплементацију мера монетарне политике, постепено пређу у позицију посредника између банака и постану битан „играч“ на финансијском тржишту. Такође, јачање операција на дуже рокове и снижавање референтних каматних стопа резултирало је снижавањем каматних стопа на међубанкарске позајмице дужих рочности. Снижавање каматних стопа и убризгавање ликвидности, посебно након избијања фискалних криза, имали су за циљ и снижавање каматних стопа на државне хартије кризом захваћених земаља, и одржавање тржишта за те хартије. У томе су, централне банке, биле врло успешне. Тиме су умирена и тржишта новца широм света. У међувремену, фокус монетарних операција је проширен и на подршку контрахованој кредитној активности. Ипак, с обзиром да стално присуство централне банке као важног „играча“ на тржишту није пожељно, моменат њиховог повлачења мора бити пажљиво одабран и на време сигнализирати. **X4:** Ситуација изузетно ниских каматних стопа централне банке доводи до појаве новог

канала трансмисије монетарне политике – тзв. *risk-taking* канала. Он се ефектуира у условима када централна банка у дужем периоду води политику ниских каматних стопа и када, ради остваривања свог основног циља – ниска и стабилна инфлација, више не може да снизи каматну стопу у жељеном обиму (снижење које је неопходно за остваривање циља за инфлацију). Тада централне банке посежу и за одређеним неконвенционалним мерама монетарне политике. Углавном је реч о својеврсним „*quantitative easing* - *QE*” операцијама усмереним на дугорочније обезбеђење ликвидности финансијског система. Такав амбијент може да иницира улазак тржишних трансактора у ризичније инвестиције у потражи за већим приносима. Ово посебно у условима када трансактори извесно знају да ће та политика бити на снази у дужем периоду. Та ситуација карактеристична је за земље у фази дефлације и рецесије, а управо то су услови у којима је велики број централних банака развијених земаља спроводио своје мере током појединих фаза финансијске кризе. Такође, политика *zero-bound* каматних стопа се спроводи када централна банка својим мерама жели да пружи подршку економској активности, при чему је инфлација на релативно ниском нивоу или се чак бележи дефлација. Са аспекта спровођења монетарне политике, важно је направити јасну дистинкцију између пада цена (инфлације) које је резултат смањења агрегатне тражње, од пада цена које је резултат раста продуктивности. Ово јер различити узрочници дезинфлационог процеса захтевају и различите мере. Због већ описаних мана ове политике у смислу немогућности да се промптно реагује даљим снижавањем каматне стопе, може се констатовати да политика изузетно ниских каматних стопа слаби канал каматних стопа. Због тога што овај канал нема исту јачину као у условима виших каматних стопа, ефекти мањих смањења каматних стопа се неће ни у жељеној мери одразити на агрегатну тражњу. Због ограничења која носи, пожељно је минимизирати шансе за настанак ове ситуације. Такође, комуникација са јавношћу представља један од начина за усмеравање инфлационих очекивања на вишем нивоу. Међутим, не треба заборавити да политика ниских каматних стопа може да има и корисне ефекте јер овако јефтина средства банке могу искористити и за куповину државних хартија или за подстицање привредне активности, што је посебно важно у условима кризе јавног дуга, када се на овај начин омогућује рефинансирање државе на тржишту или када се привреда суочава са дубоком рецесијом. Међутим, уколико ова политика није праћена и јасним смерницама за спречавања или ограничење уласка банака у ризичније трансакције, она може да резултира само

уласком банака у ризичније (профитносније) пласмане, што свакако није циљ централне банке. Друга стране медаље је да се банке задужују јефтино код централне банке, предострожности ради, а да потом депонују средства код централне банке. Тиме централна банка заправо подстиче пасивни приступ у управљању ликвидношћу, што јој такође није циљ. Због тога треба добро сагледати пердности и недостатке те политике, или је бар допунити адекватним мерама макропруденцијалне политике. Генерално, иако постоји оправдање за политику изузетно ниских каматних стопа, у дугом року, она није пожељна, а свакако мора бити допуњена мерама које ће спречити улазак банака у ризичније пласмане. У том смислу, централна банка мора да користи све инструменте како би, у дугом року, била у зони позитивних каматних стопа. Један од начина је да се повећа имплицитни дугорочни инфлациони циљ (нпр. са 2% на 4%). То ће повећати дугорочније каматне стопе, дајући централној банци „муницију“ пре него што имплементира политику ниских каматних стопа.

Измењени услови пословања донели су и нове изазове за учеснике на финансијским тржиштима а тиме и за централне банке у земљама у развоју. Криза је само додатно апострофирала ризике који су већ постојали у њиховим финансијским системима, попут високог учешћа стране валуте у домаћем систему. **X5:** Монетарне власти, нарочито у земљама у развоју, приликом имплементације монетарне политике посебно уважавају ниво евроизације домаћег финансијског система. Ово јер се каматни импулс централне банке директно преноси само на сегмент тржишта у локалној валути, док инструменти који су деноминирани у страној валути остају ван домета експанзивног импулса централне банке. Кључни недостаци доларизације финансијског система могу се сублимирати кроз следеће: а) чини економију осетљивијом на екстерне шокове; б) повећава билансне ризике, пре свега кредитни (имплицитни) у економијама у којима постоји валутна неусклађеност прихода и расхода тржишних учесника; ц) смањује ефикасност мера монетарне политике кроз слабљење канала каматних стопа и јачање трансмисионог ефекта девизног курса; д) повећава волатилност инфлације. Недовољно поверење у домаћу валуту најчешће резултира изостанком или ниском дугорочном штедњом у локалној валути. Недостатак извора средстава у локалној валути, као и знатно јефтинији извори средстава у страној валути, утичу да банке својим клијентима махом нуде кредите везане за страну валуту. Клијенти (нефинансијски сектор) се опредељују за јефтиније кредите у страној валути, не размишљајући о девизном ризику

који преузимају. Евроизација обавеза нефинансијског сектора, у условима оштрије депресијације, повећава његову финансијску рањивост. Несолвентност нефинансијског сектора прелива се и на банкарски систем, кроз кредитни ризик (раст ненаплативих потраживања). Билансна деторијација потом повећава негативну селекцију и морални хазард, што даље води у нарушавање финансијске стабилности и оштар пад инвестиција и економске активности. На овај начин отвара се један зачарани круг. Доларизација слаби канал каматних стопа, јер каматне стопе на домаћем тржишту постају више осетљиве на кретања на тржиштима реперних валута, па следствено и централна банка постаје осетљива на кретања на тим тржиштима без обзира на режим монетарне политике који спроводи. На овај начин доларизација ограничава капацитете централне банке да спроводи стабилизујућу монетарну политику на кратак рок, подривајући тиме могућност монетарних власти да поправи кредибилитет политике на дуги рок. Такође, у земљама са високим степеном финансијске доларизације преносни ефекат девизног курса на цене је висок, што је од посебне важности за централну банку чији је основни циљ постизање и одржавање стабилности цена. У таквим условима знатно су чешће промене цена производа, волатилност тражње за новцем је висока, а у коначном ефекту – и волатилност инфлације је висока. Због тога централне банке земаља у развоју често имплементирају мере (тржишне и/или административне) усмерене на смањење степена евроизације финансијских система и развој тржишта у локалној валути. Те мере битно да утичу и на тржиште новца, како кроз канал девизног курса, тако и кроз развој тржишта у локалној валути. С једне стране, мере могу бити усмерене на појефтињење производа у домаћој валути или поскупљење инструмената у иностраној валути. Додатно, мере могу бити усмерене и на забрану појединих инструмената у иностраној валути. Оно што је јако важно је да се не треба ићи на опцију поскупљења или укидања инструмената у иностраној валути уколико нису обезбеђене адекватне алтернативе у локалној валути. Такође, носиоци монетарне политике, али и укупне економске политике, морају да демонстрирају чврсту одлученост ка локалној валути, и то да јасно ставе до знања свим актерима на тржишту, како би и они следили њихову политику. У том циљу, пожељно је да се дефинише и имплементира национална стратегије деевроизације, којом ће јасно бити утврђене обавезе по надлежним институцијама, а тамо где је могуће и квантитативни циљеви, како би се мерила реализација преузетих обавеза. Тек када постоји јасна подела надлежности свих

институција, и ако се зна да ће њихов допринос бити мерен, сагледаван и оцењиван, може се очекивати да заиста покушају да дају свој пуни допринос.

Посебна пажња посвећена је режиму таргетирања инфлације који је НБС усвојила септембра 2006. године. Од тог периода, као основни званични инструмент НБС користи референтну каматну стопу, док операције на отвореном тржишту, обавезну резерву, интервенције на девизном тржишту и сталне олакшице користи као допунске инструменте монетарне политике. Будући да промене референтне каматне стопе делују на инфлацију с временским помаком, режим циљања инфлације захтева помоћно средство којим би се прогнозирила инфлација, и, у складу са тим, утврдила и путања референтне стопе коју треба следити да би се инфлација кретала у границама циљаног распона. У ту сврху у НБС је развијен тромесечни модел за средњорочне пројекције који припада групи новокејнзијанских модела, и подразумева да се улога монетарне политике огледа у усидравању инфлације и инфлаторних очекивања. Моделом су обухваћени кључни фактори који утичу на кретање цена у Србији, као и канали којима централна банка, кроз корекције референтне стопе, утиче на инфлацију. Пројектована путања референтне стопе из основног сценарија средњорочне пројекције представља полазну основу за одлуку о висини референтне стопе. Модел садржи четири главне једначине: инфлацију, девизни курс, производни јаз и референтну стопу. У периоду од увођења таргетирања инфлације и измене монетарног инструментаријума (главне операције на отвореном тржишту, сталне олакшице и обавезна резерва) НБС је битно определила кретања на међубанкарском тржишту новца али и пласмане банака у државне хартије. Као и друге мале и отворене економије са искуством снажне хиперинфлације, домаћи систем се суочава са високим степеном евроизације. Због тога се деевроизација сматра једним од приоритета, како за повећање ефикасности мера монетарне политике, тако и за развој тржишта новца и смањење ризика у финансијском систему. Такође, високо учешће страних инвеститора у портфељу државних хартија чини наше тржиште изузетно осетљивим на ризике из међународног окружења, па НБС мора пажљиво да одмерава своје мере како би одржала стабилност у финансијском систему, као и на тржишту новца, као његовом битном сегменту. Коначно, с обзиром да је домаће тржиште новца и даље плитко и изузетно сегментирано, да је понуда инструмената недовољна, оно се мора даље развијати. На самом крају дат је предлог мера за градуелни развој домаћег тржишта новца.

ЛИТЕРАТУРА

Књиге:

1. Ђукић, Ђ. 2006. *“Централна банка и финансијски систем”*, Литопапир, Чачак.
2. Mishkin, F.S. 2006. *“Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта”*, Дата Статус, Београд.
3. Mishkin, F.S. 2007. *“Monetary policy strategy”*, MIT Press.
4. Шошкић Д., Живковић, Б. 2006. „Финансијска тржишта и институције“, *Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду*.
5. Крстић, Б., 2003 „Банкарство“, Економски факултет, Ниш

Референтни радови ментора

1. Крстић, Борко, 1999, „Улога банака у процесу оптимизације конфликтних интереса“, Монографија: Ефикасност трансформације предузећа, Економски факултет у Нишу, Петрограф, Ниш.
2. Крстић, Борко и Радојичић, Јелена 2012. „Deposit insurance as ex-ante and ex-post anti-crisis mechanism in banking“, *Economic themes*, No. 4/2012, *Economic themes*, Niš.
3. Крстић, Борко, Јемовић, Мирјана и Радојичић, Јелена 2013. „Mortgage market, speculative bubbles and the global financial crisis“, *Economic themes*, No. 4/2013, *Economic themes*, Niš.
4. Крстић, Борко и Јовановић, Миодраг. 1998. „Улога банака у развоју финансијских тржишта и процес приватизације,, Нишко саветовање: „Убрзање процеса приватизације и посебан програм – улога предузећа и банака,,: 231-242.
5. Крстић, Борко и Маринковић, Срђан. 1997. „Yield Curve and interest Rate Risk,, *Facta Universitatis, Series Economics and Organization, University of Niš Vol. 1 N0 5*.
6. Крстић, Борко (коаутори Срђан Маринковић и Мирјана Јемовић), Актуелне контраверзе о надлежностима централне банке у односу на њене традиционалне функције, Економске теме, бр. 4/2010, Економски факултет, Ниш.

Радни папири:

- Алексић, М., Ђурђевић, Љ., Палић, М. и Тасић, Н. 2008. *“Канал каматне стопе у условима доларизације: случај Србије”*, Радни папир бр. 15, Народна банка Србије.
- Allen, W.A. 2004. *“Implementing Monetary Policy”*, Bank of England, Centre for Central banking Studies, *Handbooks in Central banking Lecture Series No. 4*.
- Archer, D. *“Implications of recent changes in banking for the conduct of monetary policy”*, *BIS paper No. 28*.
- Atkeson, A., Chari, V. V. and Kehoe, P. 2007. *“On the optimal choice of a monetary policy instrument”*, *National bureau of economic research*.
- Baliño, T., Enoch, C. and Alexander, W.E. 1995. *„The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy”*, IMF, *Occasional Paper No. 126*.

- Bean, C. 2007. “*Is There a New Consensus in Monetary Policy*”, Bank of England.
- Bindseil, U. and Würtz, F. 2008. “*Efficient and Universal Frameworks (EUF) for monetary policy implementation*”, European Central Bank.
- Blinder, A.S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J. and Jansen, D-J. 2008. “Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence”, *National bureau of economic research, Working Paper 13932*.
- Böhm, J. and Ždárský, V. “Conducting monetary policy in a small open economy under globalised capital markets: the experience of the Czech Republic”, *BIS paper No. 23*.
- Calvo, A.G., Alejandro, I. and Luis-Fernando, M. 2004. “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects” *NBER Working Paper No. 10520*.
- Calvo, A. G. 1998. “Capital flows and capital-market crises: The simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics, Vol I, No. 1*.
- Calvo, G. and Végh Gramont, C. 1992. “Currency Substitution in Developing Countries – An introduction”, *IMF Working Paper No. 92/40*.
- Chari, V. V. and Kehoe, J. P. 2003. “Hot Money”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department, Staff Report 228*.
- Choi, G. W. and Cook, D. 2010. “Fire Sales and the Financial Accelerator”, *IMF Worknig Paper, WP/10/141*.
- Christensen, J.H, Lopez, A.J. and Rudebusch, G. D. 2008. “*Inflation Expectations and Risk Premiums in an Arbitrage-Free Model of Nominal and Real Bond Yields*”, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Claudio E.V. Borio, 1997. “The implementation of monetary policy in industrial countries”, *Bank for International settlements, Economic Papers No. 47*.
- Korinek, A. 2011. “*Hot Money and Serial Financial Crises*”, University of Maryland.
- Димитријевић, Ј. 2007. “*Монетарна политика – канали трансмисије на цене: годину дана циљања инфлације*”, Народна банка Србије.
- Dincer, N. N. and Eichengreen, B. 2007. “Central bank transparency: where, why, and with what effects? “, *National bureau of economic research, Working Paper 13003*.
- Ђурђевић, Љ. 2007. “*Референтна каматна стопа у пројекцијама инфлације*”, Радни папир бр. 9, Народна банка Србије.
- Drew, A., and Karagedikli, Ö. 2008. “Some benefits of monetary policy transparency in New Zealand”, *Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper 2008/01*.
- Ђукић, М., Момчиловић, Ј. и Трајчев, Љ. 2010. “*Модел за средњорочне пројекције Народне банке Србије*”, Радни папир бр. 17, Народна банка Србије.
- Fabozzi, F., Drake, P., „*Capital markets, Financial management, and Investment Management*“, The Frank Fabozzi serias 2009.
- Fabozzi, F., Mann, S., „*Introduction to Fixed Income Analytics: Relative Value Analysis, Risk Measures, and Valuation, Second Edition*“, on line edition 2011.
- „*Financial market developments and their implications for monetary policy*“, April 2008, BIS paper No 39.
- Gambacorta, L. 2004. “How do banks set interest rates?”, *National bureau of economic research, Working Paper 10295*.

- Ganley, J. 2006. "Surplus Liquidity – implications for central banks", *Bank of England, Centre for Central banking Studies, Lecture series No. 3*.
- Galindo, A., Leiderman, L. 2005. "Living with Dollarization and The Route to Dedollarization", *Paper prepared for the IDB/World Bank conference: Financial Dedollarization: Policy Options*, Washington, D.C.
- Gereben, A., GYOMAI, G. and KISS N. M. 2006. "Customer order flow, information and liquidity on the Hungarian foreign exchange market", *Magyar Nemzeti Bank, Working papers No. 2006/08*.
- Gay, G., Venkateswaran, A., „*The Pricing and Valuation of Swaps*”, Northeastern University, 2008.
- Ghosh, A., Goretti, M., Joshi, B., Ramakrishnan, U., Thomas, A. and Zalduendo, J. 2008. "Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses in EMEs", *IMF Policy Discussion Paper, PDP/08/2*.
- Goodfriend, M. 2007. "How the world achieved consensus on monetary policy", *National bureau of economic research, Working Paper 13580*.
- Gray, S., Hoggarth, G., and Place, J. "Introduction to Monetary Operations - Revised, 2nd Edition", *Bank of England, Handbook No. 10*.
- Gray, S.T. 1998. "Repo of government securities", *Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbooks No. 16*.
- Gray, S.T. 2006. "Central bank management of surplus liquidity", *Bank of England, Lecture series No. 6*.
- Gray, S.T. and Talbot, N. 2006. "Monetary operations", *Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbooks in Central banking No. 24*.
- Gray, S.T. and Talbot, N. 2006. "Monetary operations", *Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbooks in Central banking No. 26*.
- Gray, S.T. 2007. "Developing Financial Markets", *Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbook No. 27*.
- Hoggarth, G. and Sterne, G. 1997. "Capital flows: Causes, Consequences and policy responses", *Handbooks in Central banking No. 14, Bank of England*.
- Irwin, G. and Thwaites, G. 2008. "Efficient frameworks for sovereign borrowing", *Bank of England, Working paper No. 343*.
- José De, G. 2010. "Tackling the capital inflow challenge", *BIS Review 72/2010*.
- Joyce, M., Relleen, J. and Sorensen S. 2008. "Measuring monetary policy expectations from financial market instruments", *Bank of England, Working paper No. 356*.
- Kiss, G. "Monetary policy issues in Hungary on the eve of EU membership", *Bank for International settlements, Economic Papers No. 23*.
- Khan, M.S. 2003 "Current issues in the design and conduct of Monetary Policy", International Monetary Fund.
- Kokenyne, A., Ley, J. and Veyrone, R. 2010. "Dedollarization", *MF Working Paper, WP/10/188*.
- Kuttner, K. N. and Posen, A.S. 2007. "Do markets care who chairs the central bank? ", *National bureau of economic research, Working Paper 13101*.
- Leiderman, L., Maino, R. and Parrado, E. 2006. "Inflation Targeting in Dollarized Economies", *IMF Working Paper, WP/06/157*.

- Linzert, T., Schmidt, S. "What Explains the Spread between the Euro Overnight Rate and the ECB's Policy Rate?" *ECB, Working paper No. 343.*
- Manna, M., Pill H., and Quirós G. 2000. "The eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy", European Central Bank.
- McCallum, B. T. and Nelson, E. 2004. "Targeting vs. instrument rules for monetary policy", *National bureau of economic research, Working Paper 10612.*
- Meulenduke, A-M. 1998. „US Monetary Policy & Financial Markets“, Federal Reserve Bank of New York.
- Mishkin, F, 2000., „International Experiences with Defferent Monetary Policy Regimes“, *National Bureau of Economic Research, WP No. 7044, Cambridge.*
- Mishkin, F.S., 2007. "Will monetary policy become more of a science?", National bureau of economic research.
- Mishkin., F. 2001. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper No. 7617.*
- Mishkin., F. 2004. "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper No. 10646.*
- Mishkin, F, 2006, „Monetary Policy Strategy: How did we get here?“, *PanoEconomicus*, бр. 54.
- Младеновић-Коматина, М., Палић, М. и Вукићевић., Б. 2005. "Индекс монетарне рестриктивности/експанзивности у Србији", Радни папир бр. 1, Народна банка Србије.
- Moesner, R and Nelson, W. 2008. "Central bank policy rate guidance and financial market functioning", *BIS Paper No. 246.*
- Morgese, M. B. and Horváth, R. 2008. "The Effects of Monetary Policy in the Czech Republic: An Empirical Study", *Czech National Bank, Working Paper No. 4/2008.*
- Niedermayer, L. and Bárta, V. 2008. "The Czech experience with capital flows: challenges for monetary policy", *BIS Papers No 44.*
- Ostry, D. J., Ghosh, R. A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, S. M. and Reinhardt, B.S. D. 2010. "Capital Inflows: The Role of Controls", *IMF Staff Position Note, SPN/10/04.*
- Палић, М. и Тасић, Н. 2008. "Ефикасност стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике", Радни папир бр. 11, Народна банка Србије.
- Pradhan, M., Balakrishnan, R., Baqir, R., Heenan, G., Nowak, S., Oner, C., and Panth, S. 2011. „Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets“, International Monetary Fund, Staff Discussion Note, SDN/11/10.
- Радоњић, О., 2009, „Кејнесова теорија конвенционалног одлучивања на финансијским тржиштима“, Филозофски факултет, Универзитет у Београду
- Rainer, W. and Haiss, P. 2010. "Credit Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe", Paper for presentation at the Annual Meeting of the Austrian Economic Association.
- Ranciere, R., Tornell, A. and Vamvakidis, A. 2010. "Currency Mismatch and Systemic Risk in Emerging Europe", *Draft prepared for the 51st Panel Meeting of Economic Policy in Madrid.*
- Reinhart, M. C., Rogoff, K. and Savastano, M. 2003. "Addicted to Dollars", *NBER Working Paper No. 10015.*
- Rule, G. 2012. „Collateral management in central bank policy operations“, *Bank of England, Centre for Central banking Studies, Handbooks in Central banking No. 31.*

Shuangshuang, C, 2012, "The implication of the Exchange Rate Floor in Current Times: The Swiss Experience", *University of California, Berkeley*.

Sabatino, M., „*The Business Model of Rating Agencies between Asymmetric Information and Financial Crises*”, *Journal of Economics and Development Studies*, December, 2014.

Taylor, J.B. 2007. "The explanatory power of monetary policy rules", National bureau of economic research.

Taylor, J. B. and Williams, J. C. 2008. "A black swan in the money market", *National bureau of economic research, Working Paper 13943*.

Tong, H. And Wei, S-J. 2009. "The composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis", *IMF Worknig Paper, WP/09/164*.

Yılmaz, B. 2014. „*Recent Financial Crises and Regulations on the Credit Rating Agencies*”, www.sciedu.ca/rwe Research in World Economy, Vol. 5, No. 1.

Winkler, A., Mazzaferro, F, Nerlich, C. and Thimann, C. 2004. "Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases", *ECB Occasional Paper No. 11*.

Zettelmeyer, J., Nagy, P. and Jeffrey, S. 2010. "Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe", *EBRD Working Paper No. 115*.

Виларет, С., Пјешчић, В., Ђукић, М., 2009., »Основне карактеристике и досадашње искуство Србије у спровођењу стратегије циљања инфлације«, Банкарство 5 - 9, Београд.

Веб сајт (релевантне публикације и секције):

"Euro money market study", February 2009, www.ecb.int.

"Euro money market survey", October 2014, www.ecb.int.

"Evaluation of the fulfillment of the CNB's inflation targets 1998 – 2007", www.cnb.cz.

Gereben, A. and Kiss, N. M "A brief overview of the characteristics of interbank forint/euro trading", *MNB Bulletin*, www.english.mnb.hu.

"Inflation Report", February 2013, www.bankofengland.co.uk.

"Inflation Report", November 2014, www.bankofengland.co.uk.

"Market intelligence, market information and statistics in central banking", BIS central bankers' speech 2012.

"Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике", Септембар 2006, www.nbs.rs.

"Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији", Децембар 2008, www.nbs.rs.

"Monthly Bulletin", May 2008, www.ecb.int.

"Monthly Bulletin", October 2009, www.ecb.int.

"Reflections on 25 years of Inflation Targeting", A speech delivered to a Reserve Bank of New Zealand and International Journal of Central Banking conference in Wellington, December 2014.

"The Development of the Bank of England's Market Operations", October 2008., Consultative paper, www.bankofengland.co.uk.

"The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets", November 2006., www.bankofengland.co.uk.

"Quarterly Report on Inflation", August 2009, www.english.mnb.hu.

Управљање ризицима у банкарском пословању; <http://www.nbs.rs>.

БИОГРАФИЈА КАНДИДАТА

Кандидат Ана Ивковић завршила је Природно-математичку гимназију и носилац је Вукове дипломе. Економски факултет у Београду уписала је 1993. године а дипломирала је јуна 1998. године на смеру „*Финансије, банкарство и осигурање*“ са просечном оценом 9,16. Дипломски рад одбранила је из предмета „Математика“, тема „Хомогене функције две променљиве и њихова примена у економији“:

Магистарски курс „*Монетарни, банкарски и финансијски менаџмент*“ уписује 1998. године, а испите на овом смеру положила је са просечном оценом 9,75. Током последипломских студија била је стипендиста Министарства за науку и технологију, до запослења. Магистарску тезу „Оперативно спровођење мера монетарне политике“ одбранила је јула 2010. године код ментора проф. Ђорђа Ђукића, и уз присуство проф. Бошка Живковића и проф. Бранка Васиљевића у својству чланова магистарске комисије.

Од јануара 2002. године Ана Ивковић запослена је у Народној банци Србије, иницијално на пословима саветника за *custody* послове у Сектору за девизне послове, где је сарађивала са страним инвеститорима и домаћим банакама по питању трговања обвезницама девизне штедње грађана. Током рада на позицији главног програм менаџера у Сектору Информационе технологије, руководила је великим бројем пројеката који су имплементирани у Сектору за монетарне операције.

Од 2005. године прелази на позицију саветника за Операције на отвореном тржишту где предлаже унапређење монетарних операција у складу са најбољом светском праксом, а у циљу бољег управљања ликвидношћу од стране банака а тиме и унапређења домаћег финансијског тржишта.

Од јануара 2011. преузима послове директора Одељења за мере монетарне политике где узима активно учешће у изради регулативе везане за обавезну резерву, сталне олакшице НБС и монетарне агрегате. Прати, анализира и извештава највише руководство НБС о обавезној резерви и коришћењу сталних олакшица. Пројектује ефекте измена инструмената монетарне политике (обавезне резерве и коридора каматних стопа НБС) на ликвидност и тржишне услове, и анализира ефекте спроведених мера монетарне политике. Активно учествује у ИРА пројектима са посебним акцентом на пројекат под називом „Стратегија унапређења домаћег тржишта новца“. Узима активно учешће у активностима усмереним на динаризацију српског финансијског система, развој секундарног тржишта државних хартија

од вредности и имплементацију динамичког коцепта колатерала за монетарне операције Народне банке Србије.

Од октобра 2013. године обавља функцију водећег економисте у НБС а од септембра 2014. године је на позицији генералног директора Сектора за финансијску стабилност. Задужена је за анализу, праћење и извештавање о кључним ризицима у домаћем банкарском систему попут високог нивоа ненаплативих зајмова и високог степена евроизације домаћег система, и давање препорука за њихово ублажавање.

Кључни пројекти којима је руководила:

1. Систем електронског трговања хартијама од вредности НБС - аукциона платформа за електронско трговање хартијама од вредности за све врсте трансакција (трајна/репо; куповина/продаја; фиксна/варијабилна каматна стопа; са/без ограничења обима).
2. Депозитне олакшице – електронска платформа за спровођење активности по основу преконоћних депозита банака код НБС.
3. Кредитне олакшице - електронска Web платформа за спровођење активности по основу дневних и преконоћних кредита банкама, укључујући и активности везане за евиденцију залогe НБС.
4. Монетарни Информациони Систем - интеграција свих секторских и релевантних екстерних података у јединствену Oracle базу, која се користи унутар НБС.

Успоставила је, развијала и израђивала извештаје унутар Народне банке Србије, од којих се квартални извештај о динаризацији финансијског система Србије редовно публикује као и Годишњи извештај о стабилности финансијског система Србије.

Аутор је објављених радова:

1. „Приливи страног капитала: Подстицај или препрека привредном развоју?“, Банкарство, 1-2/2011, ISSN 1451-4354, М53;
2. „Доларизација и могућности де-доларизације финансијског система“, Банкарство, 3-4/2011, ISSN 1451-4354, М52;
3. „Тржиште новца у Србији: Прошлост, садашњост и будућност“, Тржиште, Новац, Капитал, 3/2010, YU ISSN 0564-3619, М52.



Изјаве аутора

ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом

Утицај централне банке на функционисање и развој тржишта новца

која је одбрањена на Економском факултету Универзитета у Нишу:

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да ову дисертацију, ни у целини, нити у деловима, нисам пријављивао/ла на другим факултетима, нити универзитетима;
- да нисам повредио/ла ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, који су у вези са ауторством и добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу, _____

Аутор дисертације: Мр Ана Р. Ивковић

Потпис аутора дисертације:



**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ ОБЛИКА
ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Име и презиме аутора: Ана Р. Ивковић

Наслов дисертације: Утицај централне банке на функционисање и развој тржишта
новца

Ментор: Проф. др Борко Ж. Крстић

Изјављујем да је штампани облик моје докторске дисертације истоветан електронском облику, који сам предао/ла за уношење у **Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу**.

У Нишу, _____

Аутор дисертације: Мр Ана Р. Ивковић

Потпис аутора дисертације:



ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да, у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, унесе моју докторску дисертацију, под насловом:

УТИЦАЈ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ НА ФУНКЦИОНИСАЊЕ И РАЗВОЈ ТРЖИШТА НОВЦА

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском облику, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (*Creative Commons*), за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство – некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално–делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

У Нишу, _____

Аутор дисертације: **Мр Ана Р. Ивковић**

Потпис аутора дисертације:
