

**EFEKTIVNOST OBAVEZNIH REZERVI KAO INSTRUMENTA
MONETARNOG MENADŽMENTA**

**EFFECTIVENESS OF RESERVE REQUIREMENTS AS MONETARY
MANAGEMENT INSTRUMENT**

Slobodan Lakić¹

JEL Classification: E58, E44, G15;

Original Scientific Papers

Primljeno / Received: October 07, 2015

Prihvaćeno / Accepted: November 27, 2015

Sažetak

U radu polazimo od hipoteze da bi obaveznim rezervama mogla operativno da pripada relevantnija uloga kao instrumenta monetarnog menadžmenta. Ovaj stav je uglavnom suprotan ustanovljenom teoretskom i praktičnom pozicioniranju obavezne rezerve kao pomoćnog sredstva koje pojačava efekte operacija na otvorenom tržištu. Uprkos validnom teoretskom dokazu, obavezne rezerve zasnovane na aktivi ne predstavljaju realnu opciju u širem operativnom kontekstu. Spektar primjene sistema obaveznih rezervi proširuje se u skladu sa specifičnim okolnostima i zahtjevima politika i regulacije. Obavezne rezerve mogu da utiču na povećanje efektivnosti drugih politika, da poprime kontracikličan smjer (politika likvidnosti), doprinesu stabilizovanju međubankarskog tržišta i tokova kapitala (fiskalna politika) ili prioritetnom alociranju resursa (selektivna politika). Politika obavezne rezerve može da bude kompatibilna sa monetarnom politikom.

Keywords: obavezne rezerve, monetarni menadžment, transmisioni mehanizam, inflacija, centralna banka, obavezne rezerve zasnovane na aktivi, prosjekovanje, finansijska kriza

Abstract

The paper starts from the hypothesis that reserve requirements could operationally play the more important role of monetary management instruments. This opinion is mainly contrary to the established theoretical and practical positioning of the reserve requirement as an auxiliary tool that strengthens the effects of open market operations. Despite valid theoretical evidence, asset-based reserve requirements are not a realistic option in the wider operational context. The range of applications of the reserve requirements system is expanded in accordance with specific circumstances and requirements of policy and regulation. Reserve requirements may influence an increase of effectiveness of other policies, assume a counter-cyclical direction (liquidity policy), contribute to stabilizing inter-banking market and capital flows (fiscal policy) or priority allocation of resources (selective policy). The policy of reserve requirements may be compatible with monetary policy.

Key words: reserve requirements, monetary management, transmission mechanism, inflation, central bank, asset-based reserve requirements, averaging, financial crisis

¹ Ekonomski fakultet Podgorica

1. UVOD: PRISTUP TEORIJI OBAVEZNIH REZERVU

Konvencionalnim obaveznim rezervama obavezivale su se komercijalne banke da drže novčane rezerve kao dio depozita. Obavezne rezerve definisane su kao porez na finansijsko posredovanje kada je dospjela kamata na obavezne rezerve, koje su deponovane kod centralne banke, niža od stope prinosa na alternativne investicije banke. Identifikovane kao porez na bankarsku aktivnost primanja depozita, obavezne rezerve podstiču disintermedijaciju što utiče na finansiranje banaka. Obavezne rezerve na depozite povećavaju troškove depozita bankama i, time, snižavaju kamatu koju su banke spremne da plate na depozite. Ovo, zauzvrat, navodi deponente da kupuju druge finansijske aktive koje nisu predmet obaveznih rezervi. Posledično, obavezne rezerve na depozite utiču na strukturu pasive banaka. Obavezne rezerve mogu da se primijene na domaće i strane (depozitne i nedepozitne) pasive bilansa stanja banke.

Dvije bazične teorije (škole) o ulozi obaveznih rezervi u literaturi su: obavezne rezerve su instrument monetarne politike; obavezne rezerve su porez na finansijske institucije. Doprinos stabilizovanju tražnje za novcem apostrofiran je kao teoretski argument za obavezne rezerve. Teorije ukazuju na stranu koja plaća porez: deponenti u formi nižih depozitnih stopa; zajmprincipi u formi veći kamatnih stopa na zajmove; finansijske institucije u formi nižih profita. Literatura se fokusirala na mogućnost da poresko opterećenje na obavezne rezerve bude zajednički podijeljeno između deponenata, zajmoprimaca i akcionara banke. Istorijske debate i empirijski dokaz o obaveznim rezervama sugerišu da je likvidnost pojedinačne banke tokom perioda poremećaja na inherentan i komplikovan način povezana sa likvidnosnim politikama centralne banke.

Inicijalna diskusija sedamdesetih i osamdesetih pokrenula je debatu o deregulaciji bankarskog sistema. Polazeći od koristi (izvor senjoraže) i problema (slabljenje finansijske intermedijacije) prilikom regulisanja bankarskog sistema, istraživanja su se usmjerila na pitanje optimalnosti bankarskih restrikcija. U tom kontekstu pažnja je usmjerena na ograničenja koja nameću obavezne rezerve na depozite banaka. Fama (1980) je sugerisao da su obavezne rezerve porez na prinos na depozite jer druge aktive sa sličnim prinosima i rizicima nemaju obavezne rezerve. U režimu alternativne upotrebe obaveznih rezervi (oportunitetnog troška), banke plaćaju nižu kamatnu stopu na depozite u poređenju sa situacijom kada nema regulacije. Troškove povećanih obaveznih rezervi prouzrokuju deponenti, zajmotražioc i vlasnici banke.

Većina centralnih banaka obavezuje komercijalne banke da drže minimalne rezerve, uglavnom u formi sredstava kod centralne banke. Finansijska kriza je uticala da ne bude u potpunosti jasna tekuća namjena obaveznih rezervi, polazeći od izmijenjene svrhe i prakse. Strukturiranje režima rezervi zavisi od ciljeva koje centralne banke nastoje da ostvare. Pojedine centralne banke su usmjerene ka obaveznim rezervama koje su određene iznad nivoa „dobrovoljnog držanja“, a razlog je stvaranje predvidljive tražnje za sredstvima rezervi. Neke centralne banke su koristile „marginalne ne-nadoknađene“ obavezne rezerve kao privremenu mjeru. Ovo

je bio odgovor na snažan kreditni rast ili prilive kapitala koji povećavaju depozite u bankarskom sistemu. Obavezne rezerve se uglavnom ne mijenjaju često, prosjek rezervi može da bude posebno koristan, ali uticaj obaveznih rezervi može da bude ograničen.

2. TRANSMISIONI MEHANIZAM I INSTRUMENTI MONETARNOG MENADŽMENTA

U sagledavanju složenosti interakcionih odnosa realnih i monetarnih faktora potrebno je usmjeriti pažnju na transmisioni mehanizam monetarne politike kao oblik povezivanja realnog i monetarnog sektora ekonomije. Monetarističko tumačenje transmisionog procesa je sumirano *portfolio procesom*. Svako ko raspolaže portfoliom aktiva i pasiva nastoji da održi jednakim prinose od svih aktiva u okviru određne granice. Povećanjem količine novca neka portfolia uključice veći iznos novca. Opadanjem marginalne korisnosti, uračunati prinos na novac je sada manji nego ranije, pa vlasnici portfolija mijenjaju novac za druge aktive. U zavisnosti od ukrštene elastičnosti tražnje, što znači i od sličnosti između aktiva, zavisi i to koje će se aktive kupiti. Novac i blagajnički zapisi su zbog sličnosti bliski supstituti. U nominalnom izrazu i jedno i drugo su prilično sigurne aktive, a rizici kojima podliježu su slični: predmet su rizika inflacije, ali ne i rizika neizvršenja obaveze. Ukoliko kamatne stope porastu, neće doći do značajnijeg pada njihovih vrijednosti. Oni koji raspolažu viškovima novčanih sredstava kupuju uglavnom hartije (blagajničke zapise) kod kojih se smanjuju kamatne stope. Prodavci hartija primaju viškove novca i potom kupuju uglavnom one hartije koje se ne razlikuju mnogo od zapisa (komercijalne papire, trogodišnje hartije vlade). Prodavci tih hartija kupuju druge aktive, a povećana tražnja za aktivama se širi na sve aktive u ekonomiji, sve dok su u novoj ravnoteži prinosi na sve aktive ponovo izjednačeni.

Kejnzijanska interpretacija, iako nije protivurječna interpretaciji portfolio ravnoteže, detaljnije tumači transmisioni proces i to u zavisnosti od kamatne stope. Padom kamatne stope, cijena investicije takođe uobičajeno pada. Zato su firme podstaknute da uzajmljuju i povećaju investiranje. Postoje tri manje očigledna kanala kojima niže kamatne stope podstiču firme da investiraju. Efekat očekivanja se sastoji u tome da u slučaju ekspanzivne politike firme očekuju da im poraste prodaja i spremne su da više ulažu. S druge strane, firme očekuju recesiju kada monetarna politika postane restriktivna. Drugi kanal je rezultat limitiranja finansijskih sredstava za investicije. S obzirom da je tržište neperfektno, banke racionišu kredite, tj. ne odobravaju ih svakome ko je spreman da prihvati visoku kamatnu stopu. Kada prikupe veće iznose sredstava snizice kamatne stope. U početku je odgovor banaka labavljenje kreditnih standarda, odobravanjem kredite komitentima koje bi inače odbili. Oni komitenti kojima su ranije odobravani manji iznosi kredita od traženih sada dobijaju veće iznose kredite.

Treći kanal funkcioniše preko cijena akcija. Cijena akcije je sastavni dio cijene kapitala. Firme će prodati nove akcije ukoliko im je cijena poraste, a prihode će

iskoristiti da izvrše fizičke investicije. Agregatna tražnja će se povećati. Ukoliko centralna banka sprovede ekspanzivnu politiku, a nema bojazni od rasta inflacije, na cijene se može uticati na tri načina: saopštiti javnosti da drži veće iznose novca u svom portfoliju i da neke viškove pokuša da zamijeni za ostale aktive, uključujući akcije korporacija; ako stanovništvo drži veće novčane iznose, prinosi na novac (koji se podrazumijevaju) padaju u okviru margine, pa je manji očekivani prinos na akcije; objavljivanje da je cijena, odnosno sadašnja vrijednost akcija, jednaka očekivanim kretanjima budućih prinosa diskontovanih po kamatnoj stopi. Povećanje količine novca, i ujedno povremeno smanjenje kamatne stope, povećava sadašnju vrijednost očekivane buduće zarade na obveznice, a time i cijene. Međutim, problemi su posjedovanje istih informacija i inflacija. Realne cijene akcija vjerovatno neće rasti ako se smatra da je povećani rast količine novca inflatoran.

Prema tradicionalnom kejnzijanskom modelu, uz pretpostavke da centralna banka vrši kupovinu na otvorenom tržištu i da nivo cijena ostaje nepromijenjen, dolazi do rasta nominalne ponude novca. Pri inicijalnom nivou realnog dohotka, nominalna kamatna stopa ne može biti konzistentna novoj ravnoteži na novčanom i robnom tržištu. Kako kamatna stopa pada, agregatne željene investicije i agregatna potrošnja rastu, i kreira se nova ravnoteža. Padom kamatne stope, povećavaju se željene realne investicije i dolazi do porasta ravnotežnog realnog dohotka. To dalje prouzrokuje rast tražnje za realnim novcem čime rastu kamatne stope. U neto iznosu, nominalna kamatna stopa se smanjuje, a povećava se realni dohodak (nova ravnoteža). Što je tražnja publike za realnom količinom novca manje elastična u odnosu na kamatnu stopu, efekat likvidnosti promjene nominalne ponude novca biće veći. Što je veća elastičnost željenih investicija preduzeća u odnosu na kamatnu stopu, konačni efekat akcija monetarne politike na ravnotežni realni dohodak doći će više do izražaja. Porast (smanjenje) nominalne ponude novca uz konstantne cijene dovodi do pada (rasta) ravnotežne nominalne kamatne stope i rasta (pada) ravnotežnog nivoa realnog dohotka.

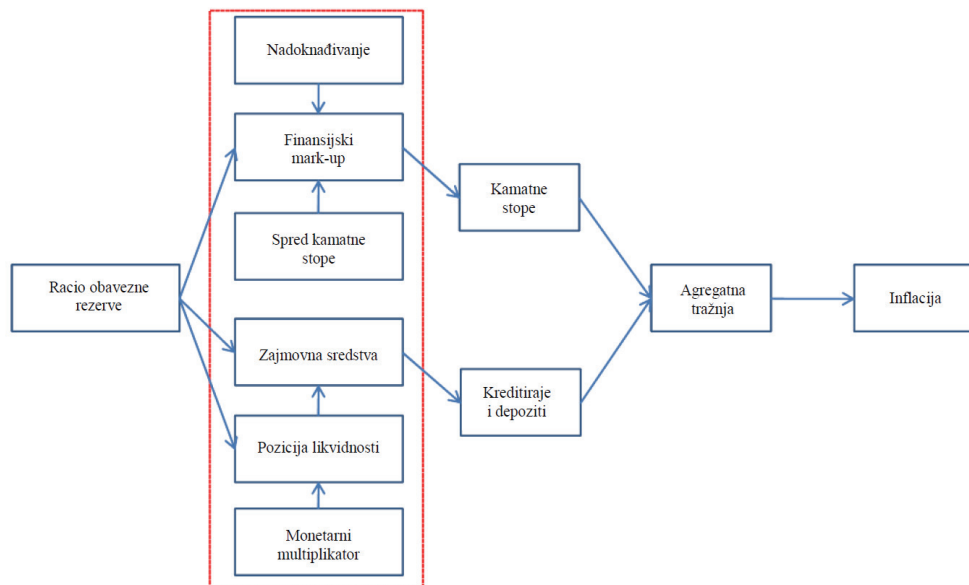
Teoretski, korišćenje obavezne rezerve je opravdano kada monetarna politika ima nekoliko transmisionih kanala, kada centralna banka uvede dodatne ciljeve poput finansijske stabilnosti i kada se njihovi efekti razlikuju od zvanične stope. Ipak, značaj, magnituda i smjer kretanja obaveznih rezervi zavisi od parametara ekonomije i šokova koji na nju utiču. U zavisnosti od ovih faktora obavezne rezerve mogu da djeluju kao komplementi ili supstituti zvanične kamatne stope. Pojedine analize su pokazale da kada centralna banka ciljanjem inflacije minimizira jaz outputa, odstupanje inflacije od cilja i finansijski poremećaji neće uticati da se, pored zvanične kamatne stope, aktivno koriste obavezne rezerve. Pomenuto važi kada centralna banka funkcioniše u zatvorenoj ekonomiji sa agregatnom tražnjom kao jedinim transmisionim kanalom.

U otvorenoj ekonomiji sa deviznim kursom kao transmisionim mehanizmom, optimalna monetarna politika koristi obavezne rezerve ukoliko inflacija odstupa od targeta, odnosno ako se racio između efekata zvanične kamatne stope i obavezne rezerve na devizni kurs razlikuje od racija između efekata ovih instrumenata na

agregatnu tražnju. U takvim okolnostima, centralna banka može da koristi razliku između transmissionog mehanizma dvije mjere monetarne politike. Obavezne rezerve se prilagođavaju kako bi se poboljšao trade-off inflacija/jaz outputa koji se javlja kada se koristi samo zvanična kamatna stopa. Uloga obaveznih rezervi kao instrumenta monetarne politike, kada je dopunski cilj obavezne rezerve leveridž privatnog sektora (funkcija gubitka), sastoji se u sledećem: poboljšava se trade-off između inflacije, jaza outputa i leveridža, sve dok se racio između efekata zvanične kamatne stope i obaveznih rezervi na stopu kreditiranja razlikuje od racija između efekata varijabli ovih politika na depozitne kamatne stope.

Pojednostavljeni mehanizam uticaja obaveznih rezervi na novčane i kreditne uslove može se predstaviti jednim od kanala (Grafik 1). Obavezne rezerve su prevažno usmjerene ka smanjenju zajmovnih sredstava finansijskih entiteta, a to podrazumijeva niži nivo likvidnosti i kreditiranja. Time se vrši uticaj na agregatnu potrošnju i inflaciju. Veća efektivnost modela se postiže kada je nizak saldo likvidnih aktiva finansijskih entiteta. Povećanjem obaveznih rezervi smanjuju se finansijske margine banaka. Održavanje margina, širenjem spreda između stopa kreditiranja i depozitnih stopa, postiže se povećanjem kreditnih stopa, smanjenjem depozitnih stopa, ili i jednim i drugim. Veće tržišne kamatne stope podstiču ekonomske agente da redukuju svoje troškove, što slabi inflatorne pritiske. Kanali kojima se prilagođavaju racija obaveznih rezervi, kako bi se izvršio uticaj na domaće monetarne uslove, uglavnom nisu u potpunosti razumljivi i predstavljaju kontroverzu.

Grafik 1: Transmisioni mehanizam promjena racija obaveznih rezervi



Izvor: Armas, Castillo, Vega, 2014; str. 13

Sumarno, četiri su međupovezana kanala promjena racija obaveznih rezervi koji utiču na monetarne uslove u ekonomiji. Kanalom signaliziranja, promjene racija obaveznih rezervi mogu da predstavljaju signal za restriktivni pristup. To možda neće ukazivati na promjene depozitnih i kreditnih kamatnih stopa, ali može da se odrazi na veće tržišne kamatne stope usled izomijenjenih tržišnih uslova. Drugo, povećanje racija može da ograniči rast i iscrpi ili neutrališe viškove rezervi. Ovo potencijalno ograničava kapacitete banaka kod odobravanja kredita i jača kanal očekivanja. Dalje, banke mogu kao odgovor na rast racija obaveznih rezervi da prilagode svoje portfolije tokom vremena. Rezultat su veći prinosi na obveznice, odnosno tržišne kamatne stope u uslovima određivanja kamatnih stopa različitim intenzitetom. U skladu sa četvrtim kanalom, obaveznim rezervama se nameću porezi bankama, kreditiranje poskupljuje, dok su monetarni uslovi restriktivniji.

Kanal kamatne stope, kao tradicionalni kanal monetarne politike, obuhvata efekte kamatne stope centralne banke polazeći od odluke domaćinstava da štede ili troše, odnosno firmi da investiraju. Cijene i inflaciona očekivanja su nefleksibilne pa će se sniženjem kamatne stope sniziti realne kamatne stope u ekonomiji, sa negativnim posledicama na domaću valutu. Time se pogoršava realni devizni kurs (kanal deviznog kursa). Rastom tražnje (i tražnje za izvoz) rastu cijene i zarade, uz postepen rast inflacije. Ključna uloga banaka i ponude kredita (kreditni kanal) sastoji se u sledećem: niža kamatna stopa dovodi do rasta cijena finansijskih aktiva, i to povećanjem neto sadašnje vrijednosti budućih (očekivanih) novčanih tokova finansijske aktive. Raste i tražnja za realnim aktivama (kreditnim kolateralom), a rezultat je veća spremnost banaka da kreditiraju.

Djelovanje kanala „bankarstva u sjenci“ kod odobravanje kredita prouzrokovalo je znatnu nepredvidljivost veze spoljni novac – ekonomska aktivnost. Efekti bilansa stanja centralne banke na konsolidovani bilans stanja komercijalnih banaka konstituišu tradicionalni kanal monetarne politike. Bilans stanja centralne banke (spoljni novac) istorijski je bio povezan sa bilansima stanja banaka preko prilično predvidljivih multiplikatora novca: primarnim novcem se kreirala ekspanzija bilansa stanja centralne banke. Većim depozitima koji su kreirani unutar komercijalnih banaka povećavala se novčana masu. Depoziti su mogli generalno da predstavljaju pouzdanu transmisiju ka ekonomiji preko brzine opticaja novca. U uslovima izrazito niskih kamatnih stopa, pak, smanjivala se ponuda profitnih aktiva (zajmova i hartija) bankama, tj. tražnja za bankarskim kreditima, i to bez obzira na uticaj (stav) centralne banke.

U skladu sa teorijom kanala preuzimanja rizika, niska kamatna stopa može da podstakne banke da na različite načine preuzmu veći rizik. Kanal preuzimanja rizika je uglavnom usmjeren na ponašanje banaka i nije specificiran, obuhvatajući različite mehanizme. Monetarnom politikom može da se utiče na preuzimanje rizika banaka, finansijskih institucija i ekonomije u cjelini. Kanal kreira vezu između monetarne politike i nastojanja da se obezbijedi finansijska stabilnost. Naime, ekspanzivna monetarna politika može dodatno da poveća rizičnost kreditiranja, što bi pri većim rizicima moglo da dovede do finansijske krize. U skladu sa teorijskim pri-

stupom, monetarna politika ne vrši uticaj na opšti nizak nivo kamatnih stopa, već centralna banka prilagođava politiku tom nivou. Ukoliko je kamatna stopa niska, u uslovima ekspanzivne monetarne politike nije neophodno da centralna banka utiče na kamatnu stopu koja je značajna za preuzimanje bankarskog rizika.

Prema jednom mehanizmu, u uslovima niske kamatne stope banke se usmjera-vaju ka rizičnijim investicijama sa većim očekivanim prinosom. Pri niskim kamatnim stopama, banke nastoje da ostvare određenu nominalnu stopu prinosa, što je izraženo preusmjeravanjem od državnih obveznica ka rizičnim hartijama sa većim prinosom. U periodu niskog rizika i kamatnih stopa, ekonomski učesnici (investitori, banke i drugi tržišni učesnici) postaju samozadovoljni, a procjene se zasnivaju na preovladavajućim okolnostima. Prema ovom mehanizmu, investitori sa aktiva-ma koje su izložene većem kreditnom riziku ne mogu u potpunosti da procijene potencijalne gubitke. U ovim mehanizmima banke potcjenjuju rizik, ali i ako to nije slučaj, banke sprovode „optimalno prilagođavanje” da preuzmu veći rizik kada se snizi kamatna stopa.

Teoretski pristup i empirijska istraživanja zasnovani su na reprezentativnoj (individualnoj) banci koja preuzima veći rizik. Kanal preuzimanja rizika vrši ključnu ulogu u nastanku finansijske krize. To ne znači da su supervizori otkrivali prekomjerno izlaganje riziku pri niskim kamatnim stopama. Istraživanja su bila usmjerena na empirijsku vezu između različitih kamatnih stopa i bankarskog preuzi-manja rizika, pri čemu je podržana bazična hipoteza. Uglavnom se nije uzimalo u obzir da umjesto ekspanzivne monetarne politike niska kamatna stopa može da odražava nizak opšti nivo kamatnih stopa (nisku prirodnu kamatnu stopu). Opšti zaključak je da niska kamatna stopa utiče na kratkoročno smanjenje rizika bankar-skih portfolija, dok na dugi rok povećava rizik.

3. PREFORMULISANJE KONVENCIONALNOG PRISTUPA OBAVEZNIM REZERVAMA

Prema tradicionalnom shvatanju, obavezne rezerve predstavljale su sastavni dio procesa monetarne kontrole, i to direktno. Uz kontrolu ponude rezervi od strane centralne banke, stope obavezne rezerve su determinisale gornju granicu kreiranja depozita, što je značilo neposrednu kontrolu rasta novca i kredita. Portfolio reguli-sanjem u formi držanja dijela aktive bilansa banaka pod regulativnom kompetenci-jom centralne banke kreiran je rigidan i povremen instrument monetarne politike. Ipak, prihvaćena je neophodnost ovog instrumenta monetarnog regulisanja u situ-acijama poput eksterne likvidnosti ili nelikvidnosti bankarskog sistema. Tokom devedesetih godina prošlog vijeka, ponovo se procjenjuje uloga obaveznih rezervi jer se izmijenilo razumijevanje transmissionog mehanizma monetarne politike.

Obavezne rezerve defanzivnog karaktera rapidno su gubile na značaju, a u ekonomskom smislu ove obaveze imale su slabije efekte na banke. Polazeći od činjenice da mogu negativno da utiču na konkurentsku poziciju banaka u odnosu na institucije koje pružaju iste ili slične usluge, a nisu predmet „poreza” obaveznih

rezervi, obavezne rezerve su u mnogim zemljama snižavane na minimalni nivo ili eliminisane. Virtuelno eliminisanje efekta oporezivanja je, prema drugom pristupu, omogućeno plaćanjem tržišnih kamatnih stopa na rezerve. Obavezna rezerva je postala sredstvo za lakše kontrolisanje kratkoročnih kamatnih stopa uz mogućnost sniženja, odnosno ukinuta je u zavisnosti od institucionalne strukture. Nije isključena opcija moguće promjene obaveznih rezervi za svrhe brzog širenja ili sužavanja likvidnosti i jasnog signaliziranja.

Ukidanjem operativnih procedura za kontrolu rezervi ili rasta količine novca, uloga obaveznih rezervi se tokom devedesetih izmijenila, a potencirana je kontrola kratkoročnih kamatnih stopa. Prema jednom pristupu, osnovna pretpostavka je da centralna banka ostvaruje monetarnu kontrolu putem neposredne veze između rezervi i ponude novca. Nasuprot operativnom postupku sa rezervama, pretpostavka operativnog postupka sa kamatnim stopama je da centralna banka sprovodi monetarnu kontrolu (kontrolu novčane mase) kontrolom kratkoročnih kamatnih stopa. Operativnim postupkom sa rezervama za svrhu determinisanja novčane mase kao posrednog cilja, slabiji su efekti monetarne kontrole usled nižih stopa obavezne rezerve. Ukoliko se centralne banke koncentrišu na kamatne stope kao glavni posredni cilj, zanemarujući monetarnu kontrolu, obavezne rezerve se mogu smanjiti ili ukinuti bez negativnih posledica.

Efikasnost ovog instrumenta dolazi do izražaja u okolnostima nerazvijenog tržišta i kada nije moguće apsorbovati obimnije operacije na otvorenom tržištu. Zauzimanjem pasivnijeg pristupa operacijama na otvorenom tržištu ne eliminišu se prednosti strukture obaveznih rezervi kod ocjenjivanja tajminga i veličine operacija. Pomenuto posebno dolazi do izražaja ukoliko tržište novca (međubankarsko) nije dovoljno razvijeno ili konkurentno da bi se obezbijedili pouzdani signali o nastupajućoj restrikciji ili ekspanziji. Ukoliko su operacije na otvorenom (tipskom) tržištu krucijalne za monetarni menadžment, efikasnost strukture obaveznih rezervi dijelom zavisi od toga da li centralna banka uvodi aktivan ili pasivan pristup sredstvima (rezervama) koja se obezbjeđuju tržišnim operacijama.

Obavezne rezerve su važna determinanta monetarnog multiplikatora, a promjena racija obaveznih rezervi ima značajan monetarni efekat. Povećanjem obaveznih rezervi povećava se racio rezervi i smanjuje monetarni multiplikator. Uz nepromijenjeni nivo primarnog novca, povećanje obaveznih rezervi znači smanjenje ukupne količine novca. Dakle, obavezne rezerve će u značajnoj mjeri determinisati tražnju za primarnim novcem, a efekti će biti: poboljšanje preduslova likvidnosti komercijalnih banaka, što je neophodno za operacije na otvorenom tržištu; doprinos stabilizovanju monetarnog multiplikatora. Time obavezne rezerve mogu da omoguće da drugi instrumenti centralne banke budu pouzdaniji i snažniji, odnosno da se odluke o stavu i implementaciji monetarne politike donose s većim povjerenjem.

Kratkoročno, multiplikator i drugi aspekti transmissionog procesa mogu da se značajnije mijenjaju, i to kao rezultat monetarne nestabilnosti u odnosu na promjene multiplikatora. Relativno visokim obaveznim rezervama prilično bi se olakšalo implementiranje pravila ponude novca i predvidjela tražnja likvidnosti. U uslovi-

ma nerazvijenog finansijskog sistema može se očekivati otežano trgovanje većim iznosima hartija od vrijednosti bez velikih promjena kamatnih stopa. Tada obavezne rezerve (nizak multiplikator) mogu da predstavljaju nedostatak. Naime, da bi se postigla bilo koja promjena monetarnog agregata, neophodne su značajnije operacije na otvorenom tržištu, a time i veće promjene kamatnih stopa. Poželjan je, stoga, veći multiplikator kada obezbjeđivanje ili povlačenje likvidnosti iziskuje veći trošak.

Sumarno, u prilog obaveznim rezervama navodi se nekoliko argumenata. Promjene obaveznih rezervi mogu da se iskoriste za sprovođenje monetarne politike. Ovim instrumentom se poboljšava preciznost kod implementacije monetarne politike. Ako se drže depoziti kod klirinške institucije, koji su momentalno raspoloživi za plaćanja, rezervama se obezbjeđuje dovoljno „dobrog“ novca za likvidnosne potrebe i za funcionisanje klirinškog sistema. Ukoliko se zahtijeva od banaka da drže rezerve koje nisu nadoknađene ili uz malu kamatu, konstruiše se dodatni instrument fiskalne politike. Kao monetarni instrument, obavezne rezerve mogu da poboljšaju preciznost (pouzdanost) drugih monetarnih instrumenata. Funkcije monetarne kontrole, potom menadžmenta likvidnosti, poreza ili dohotka i „tampona“ ukazuju na višestruki značaj obaveznih rezervi.

Kada drugi instrument nisu bili na raspolaganju ili je njihova primjena iziskivala značajnije troškove, promjene obaveznih rezervi koristile se se za sprovođenje monetarne politike kao „drugi najbolji pristup“. Promjene obaveznih rezervi predstavljaju unilateralnu akciju centralne banke, ali se promjene ne mogu brzo iskoristiti da se kompenziraju kratkoročne monetarne fluktuacije. Smanjenje obaveznih rezervi omogućava povećanje depozita za bilo koji dati primarni novac (monetarnu bazu). Povećanjem obaveznih rezervi banke kupuju privremenu likvidnost od centralne banke, rastu troškovi banaka, snižavaju se depoziti i smanjuje kreditna aktivnost. Polazeći od efekata promjene obaveznih rezervi na agregatnu ponudu, zaključuje se da male promjene u obavezama mogu da izazovu velika prilagođavanja u portfolijima banaka.

Dakle, osim što determinišu kontrolu ponude novca i odgovornost monetarnih vlasti za održavanje stabilnih monetarnih uslova, obavezne rezerve dijelom determinišu i tražnju za primarnim novcem. Time se doprinosi stabilizaciji monetarnog multiplikatora i utiče na likvidnost komercijalnih banaka za potrebe operacija na otvorenom tržištu. S druge strane, češća i iznenadna promjena obaveznih rezervi podstiče banke da drže višak rezervi (zaliha), odnosno da pronalaze supstitute za depozite koji nisu predmet ovih obaveza. Smanjuje se dalje osjetljivost monetarnog multiplikatora na promjene obaveznih rezervi i slabi veza sa krajnjim ciljevima. Održavanje likvidnosti bankarskog sistema katkad se ostvaruje prudencionim pristupom kao originalnom funkcijom obaveznih rezervi. Naime, neočekivani odlivi likvidnosti pojedinačne banke mogu da se pokriju zaduživanjem na međubankarskom tržištu. Bankarskom sistemu kao cjelini, pak, potrebne su izvjesne rezerve koje bi djelovale kao tampon.

Banke mogu da drže niži nivo visoko likvidnih rezervi u odnosu na društveno optimalni, čak i kada se rezerve nadoknađuju. Ovakav način rezonovanja naglašava potrebu za prudencionim likvidnosnim rezervama, a ne obaveznim rezervama kakve su se konvencionalno implementirale. Obavezne rezerve umanjuju profite bankama ukoliko se nadoknađuju manje nego što su njihovi oportunitetni troškovi. Tada se implicitno poresko opterećenje prenosi na klijente banke (zajmotražioce i kreditore) u obliku marže između kreditnih i depozitnih stopa. Kao komponenta primarnog novca, obavezne rezerve doprinose dvostruko: povećavaju prihod senjoraže usled monetarne ekspanzije; povećavaju dohodak ako centralna banka ulaže sredstva u profitne aktive. Ukoliko se obavezne rezerve nameću da održe likvidnost banke, neophodno je da se pažljivo dizajniraju. U suprotnom se apsorbuju sredstva banaka, ograničava razvoj finansijskih tržišta i kreiraju fluktuacije.

Centralna banka ne može direktno da kontroliše određene varijable koje determinišu agregatnu potrošnju. Centralna banka bi trebalo da izvrši veći uticaj na varijable poput rezervi, primarnog novca ili kratkoročne kamatne stope. U takvim okolnostima, interakcija politika obaveznih rezervi i kamatne stope može da se posmatra preko nekoliko uobičajenih praksi. Do početka osamdesetih, monetarna politika je bila usmjerena na direktnu kontrolu monetarnih agregata. Kamatna stopa nije bila ključna komponenta prilikom formulisanja monetarne politike. Druga praksa zasnivala se na komplementarnoj ulozi politika kamatne stope i obaveznih rezervi. Upravljanje obaveznim rezervama kombinovano sa kamatnom stopom ojačalo je efekte monetarne politike na ključne makroekonomske varijable (inflaciju i output).

Odvojenost instrumenata kamatne stope i primarne emisije je treća praksa, uobičajena u uslovima finansijske krize i slabe efektivnosti kamatne stope kada su u pitanju makroekonomski ciljevi. Primjer nezavisnih instrumenata su nulti donji nivo za politiku kamatnih stopa i implementaciju kvantitativnih olakšica Federalnih rezervi. Osnovni razlog za učestalu promjenu obaveznih rezervi počev od 2008, kako bi ova bila u skladu sa promjenama kamatne stope (nova uloga obaveznih rezervi), bila je primjena neuobičajenih ekspanzivnih monetarnih politika u razvijenim zemljama. Zemlje u razvoju su reagovalе kako bi se suočile sa efektima preliivanja ultra ekspanzivnih politika, koji su se manifestovali u formi priliva kapitala i niskih nivoa međunarodnih kamatnih stopa.

4. MODALITETI NIVOVA OBAVEZNIH REZERVNI - TEORIJA I PRAKSA

Nekoliko je koncepcija za determinisanje osnove za obračun obavezne rezerve. Prema klasičnom (standardnom) konceptu, koji polazi od pojedinih pozicija pasive bilansa banke, osnovu na koju se primjenjuje stopa čine transakcioni depoziti, tj. depoziti po viđenju. Prednost ove koncepcije, u odnosu na obuhvat pozicija aktive bilansa banke, prepoznata je zbog: odsustva distorzije plasmana kreditnih institucija; olakšavanja procesa prilagođavanja kreditnih institucija u slučaju smanjivanja depozitnih potencijala, odnosno obaveze izdvajanja rezervi. Uključivanjem svih

depozita (šira osnova), politika obaveznih rezervi je dobijala na značaju. Razlog je što je efikasnost monetarne politike veća ukoliko se djeluje na ukupne potencijale kreditnih institucija. Ovaj koncept polazi od obaveznih rezervi koje se izdvajaju na sve depozite po istoj stopi obaveznih rezervi. Prema trećem konceptu, kao kombinaciji prethodna dva, obračun obaveznih rezervi uključuje sve tipove depozita uz diferencirane stope. Na transakcione depozite se primjenjuju više stope obavezne rezerve u odnosu na oročene depozite kod finansijskih institucija.

Potreba za definisanjem optimalnog nivoa obaveznih rezervi banaka proizašla je iz regulativne uloge obaveznih rezervi i njihovog implicitnog poreskog karaktera. Prema jednom konceptu, optimalna stopa obavezne rezerve bi trebalo da bude usmjerena u pravcu postizanja pune stabilizacije monetarnog regulisanja (monetarnog multiplikatora), odnosno regulisanja potrebne količine novca u opticaju. U pitanju je monetaristički koncept stopostotne obavezne rezerve. M. Fridman je preporučivao formiranje obaveznih rezervi koje bi odgovarale stopostotnom iznosu depozita. Sa 100% obaveznih rezervi, centralna banka bi mogla striktno da kontroliše ponudu novca, jer bi to odgovaralo monetarnoj bazi. Osim očiglednih prednosti pristupa, nepovoljne su reperkusije na kreditnu aktivnost, s obzirom na odsustvo raspoloživih viškova rezervi uz stopostotne obavezne rezerve. Apostrofirano je i skupo restrukturiranje bankarskog sistema, kao i slabija kontrola ponude novca od strane centralne banke usled uticaja aktivnosti nebankarskih finansijskih posrednika.

Kako bi sve kreditne aktivnosti bile u rukama finansijskih institucija koje nisu subjekti obaveznih rezervi, slabila bi kontrola centralne banke nad finansijskim sistemom. Istina, stopostotnim obaveznim rezervama kreditni multiplikator dobija nultu vrijednost, što znači da se ukida mogućnost kreditne multiplikacije na osnovu transakcionih depozita i otklanja opasnost da se na monetarnu politiku utiče sekundarnom emisijom depozita od strane banaka. Pomenuta koncepcija je doprinijela povećanju stopa obaveznih rezervi na transakcione depozite, ali nije primjenjivana. Ideja da prilikom sprovođenja monetarne politike u određenim uslovima nije sasvim neophodna stopa obavezne rezerve, sugerise eliminisanje obavezne rezerve u finansijski razvijenim ekonomijama. Centralne banke bi regulisanim kamatnim stopama na neobavezne depozite (rezerve) komercijalnih banaka upravljale njihovim nivoom, i to parovima instrumenata monetarnog regulisanja: povećivanjem operacija na otvorenom tržištu i obaveznih rezervi kao tradicionalnih instrumenata; regulisanjem kreiranja primarnog novca operacijama na otvorenom tržištu i regulisanjem kamatne stope na neobavezne depozite (rezerve) komercijalnih banaka kod centralne banke.

Koncept optimalne stope obavezne rezerve na nultom nivou pretpostavlja da je u finansijskom sistemu moguće pojavljivanje finansijskih inovacija koje doživljavaju propulziju rastom stopa obaveznih rezervi. Ukoliko raste stopa obaveznih rezervi, dolazi do porasta depozitnih supstituta kao što su depozitni certifikati, a ako je stopa na nultom nivou, nema motiva za ovim supstitutima. S obzirom da su banke pronalazile načine da izbjegnu obavezne rezerve, nivoi minimalnih depozita

kod pojedinih centralnih banaka (npr. u SAD i Francuskoj) snižavali su se poprilično. U zemljama u kojima finansijsko tržište nije razvijeno nema depozitnih supstituta u značajnijem obimu, pa nema institucionalnih pretpostavki da dođe do ekspanzije depozitnih supstituta usled visokih stopa obaveznih rezervi. Monetarna politika se može efektivno implementirati bez obaveznih rezervi sve dok troškovni podsticaji obezbjeđuju predvidljivu tražnju za obračunskim sredstvima (bankarskim rezervama). Time centralna banka može da postigne željeni nivo kratkoročnih kamatnih stopa, koristeći samo tržišno orijentisane instrumente.

Uloga obaveznih rezervi u monetarnoj politici tokom devedesetih se izmijenila. Mnoge centralne banke su potencirale kontrolu kratkoročnih kamatnih stopa i ukinule operativne procedure za kontrolu rezervi ili rasta novca. U takvim uslovima obavezne rezerve mogu i dalje da budu od koristi do nivoa do kojeg mogu da doprinesu stabilizaciji tražnje za rezervama. Značajno je opao nivo sredstava obaveznih rezervi koje depozitne institucije drže kod centralne banke. U nekim zemljama (npr. SAD), umjesto držanja sredstava kod centralne banke, depozitne institucije su držanjem gotovine ispunjavale obavezne rezerve. U debati o ulozi obaveznih rezervi pošlo se od stava da niski nivoi obaveznih rezervi mogu da komplikuju operacije monetarne politike, kao i da povećaju nestabilnost kratkoročnih kamatnih stopa. Centralne banke bi trebalo, u skladu s tim, da zaustave redukovanje sredstava rezervi. Kritički stavovi polaze od činjenice da niske obavezne rezerve odstranjuju distorzivni porez i da ne komplikuju operacije monetarne politike.

Teorija je sugerisala da se monetarna politika može sprovesti sa niskim ili nul-tim obaveznim rezervama sve dok postoji tražnja za sredstvima centralne banke. Tražnja najvjerojatnije proizilazi iz potrebe finansijskih institucija da, osim za operacije sa državom, drže sredstva centralne banke za svrhe obračuna. Polazi se od pretpostavke da će tražnja za obračunskim sredstvima biti funkcionalno različitija u odnosu na tražnju za rezervama. Ovo stvara dva potencijalna problema operacijama monetarne politike. Prvo, promjene sistema plaćanja mogu da utiču na tražnju za obračunskim sredstvima i da komplikuju monetarnu politiku. Struktura sistema plaćanja postala je važan faktor u dizajniranju i implementaciji operativnih procedura monetarne politike, jer tražnja za sredstvima centralne banke proizilazi iz potrebe plaćanja. Drugo, smanjenjem obaveznih rezervi povećava se nestabilnost kratkoročnih kamatnih stopa, u uslovima otežane procjene tražnje sredstava centralne banke ili smanjene kamatne osjetljivosti tražnje. Veća nestabilnost kamatne stope mogla bi da ima negativne efekte na ekonomsku aktivnost.

Nasuprot teoretskoj validnosti pomenutih potencijalnih problema, ostao je nejasan njihov praktičan značaj. Sredstva rezervi su uobičajeno smanjena usled nižih obaveznih rezervi i nastojanja finansijskih institucija da minimiziraju troškove držanja rezervi. Centralna banka može da kontroliše kratkoročnu kamatnu stopu promjenom iznosa rezervi koje nudi institucijama. Time nadoknađuje efekte promjena tražnje rezervi i faktora koji su van opsega monetarne politike, koji utiču na promjenu rezervi. Ponuda rezervi je determinisana instrumentima monetarnog menadžmenta (operacijama na otvorenom tržištu, diskontnim i kreditnim olakši-

cama), kao i faktorima izvan monetarne politike. Centralna banka bi trebalo da predvidi tražnju za rezervama i pomenute faktore, a obaveznim rezervama utiče se da tražnja za rezervama bude predvidljivija i stabilnija. Obavezne rezerve su izgubile značaj kao instrument monetarne politike (snjajanjem ili eliminisanjem), ali su implikacije obaveznih rezervi na monetarnu politiku ostale kao realnost. Tražnja za obračunskim sredstvima funkcionalno se razlikovala od tražnje za sredstvima rezervi. U prisustvu obaveznih rezervi, pak, tražnja za sredstvima rezervi uglavnom zavisi od nivoa depozita koji podliježu rezervama, koje uglavnom nisu povezane sa potrebama plaćanja.

Motiv za snižavanje obaveznih rezervi vjerovatno je bio otklanjanje poremećaja na tržištu finansijskih usluga, odnosno da se obeshrabri preusmjeravanje poslovanja u finansijske centre s nižim, ili čak nultim, minimalnim rezervama. Nemogućnost centralne banke da precizno procijeni tražnju bankarskog sistema za rezervama može da dovede do povećanja nestabilnosti kamatne stope na tržištu novca. Prosječne obavezne rezerve su jedan od mogućih načina za rješavanje ovog problema. Ovaj operativni pristup se široko i često koristio zajedno sa minimalnim obaveznim rezervama. U uslovima takvog sistema, banke moraju da drže određeni nivo rezervi kod centralne banke, u prosjeku, tokom perioda održavanja. Ukoliko bi držale manje nego što se zahtijeva za jedan dan, moraju da izvrše nadoknađivanje većim holdinzima rezervi u odnosu na zahtijevane prije kraja perioda. Odsustvom sistema prosjeka, banke moraju da balansiraju svoje pozicije svakog dana. Bez prosjeka, uticaj šokova na svakodnevnu tražnju banaka za likvidnošću mogao bi da izazove značajnije promjene kratkoročnih kamatnih stopa.

Pored razloga prudencionog karaktera i monetarne kontrole, obavezne rezerve se nameću za svrhu upravljanja likvidnošću, i to aktivnim ili pasivnim pristupom. Administrativnom odlukom, centralna banka može da povuče viškove rezervi, čime uticaj viška na aktivnost banke (niske kamatne stope, tražnja za devizama) nema implikacije na inflaciju ili depresijaciju (odnosno pad vrijednosti valute). Takođe, centralna banka aktivnim pristupom može da snizi obavezne rezerve kao odgovor na višak tražnje za rezervama. Pasivnim pristupom, obavezne rezerve mogu da budu zasnovane na prosjeku tokom određenog perioda, kada se olakšava komercijalnim bankama upravljanje kratkoročnom likvidnošću. Posledica je smanjenje nestabilnosti kamatne stope. Prilikom odlučivanja o preciznoj strukturi obaveznih rezervi centralna banka može da izabere prosječne rezerve kao prioritetan cilj. To slabi prudencioni aspekt kada banka snižava rezerve tokom određenog perioda, što znači nedostatak rezervi ako se pojave poteškoće.

Sistem prosjeka može u potpunosti da stabilizuje tržišne kamatne stope vremenski duže tokom perioda održavanja: banke se podstiču da odlože zaduživanje kada je kamatna stopa privremeno visoka, odnosno signalizira se zaduživanje kada je kamatna stopa niska. Nedostatak sistema prosjeka, bez obzira da li je obavezna rezerva pozitivna ili nije, je omogućavanje bankama da špekulišu ako očekuju promjenu kamatne stope centralne banke tokom perioda održavanja. Ako banke očekuju rast kamatne stope u periodu održavanja, nastojeće da rano u periodu održavanja

zadovolje sve likvidnosne potrebe, prije nego što centralna banka poveća svoju kamatnu stopu. Ako centralna banka odgovori cjelokupnoj tražnji i poveća kamatnu stopu, gubi se prinos koji bi se kasnije ostvario u periodu pozajmljivanja po većoj kamatnoj stopi. Ako centralna banka ne izađe u susret tražnji, tržište usmjerava prekonocnu kamatnu stopu ka nivou koji se očekuje nakon rasta kamatne stope. Ukoliko tržište izvrši tačnu procjenu, špekulacija rezultira ili gubitkom kontrole prekonocne kamatne stope ili finansijskim gubitkom centralne banke. Špekulacija se može spriječiti ako centralna banka promijeni kamatnu stopu na početku svakog perioda održavanja, ali da se ne vrše promjene do početka sledećeg perioda.

Prosjekovanje rezervi utiče na smanjenje nestabilnosti međubankarskog tržišta i potrebe za učestalim operacijama na otvorenom tržištu. Prosjek obaveznih rezervi može posebno da koristi kod redukovanja nestabilnosti međubankarske kamatne stope kada je značajno oslanjanje na sredstva rezervi bliže srednjoročnom targetu. Doprinos sistema prosjeka je i kod povećanja međubankarskog trgovanja, za svrhe upravljanja kratkoročnim likvidnosnim šokovima. Sveukupno, u sistemu prosjeka centralna banka u većini slučajeva ima informaciju o prosječnom agregatnom nivou sredstava koji depozitne institucije treba da drže tokom perioda održavanja (prije početka perioda). Takođe, prosjekovanjem su depozitne institucije podstaknute da mijenjaju svoje dnevne holdinge sredstava centralne banke, u odnosu na njihove prosječne obaveze, na način kojim se doprinosi održavanju prekonocne kamatne stope na nivou targeta. Problem je što je otežano centralnoj banci da održi kamatnu stopu na nivou targeta, i to u početku perioda – prije nego što se desi očekivana promjena monetarne politike. Dodatni nedostatak režima prosjekovanja sastoji se u potrebi za drugim mehanizmom kako bi se ograničila nestabilnost prekonocne kamatne stope poslednjeg dana perioda održavanja.

5. OBAVEZNE REZERVE ZASNOVANE NA AKTIVI KAO DOPUNSKI INSTRUMENT

Nedavna finansijska kriza ukazala je na opasnost koju mjehuri cijena aktive nameću finansijskom sistemu. Operativni pristup centralnih banaka za svrhe finansijske stabilnosti podrazumijevao je reakciju nakon pucanja mjehura, ali ne intervenciju tokom razvijanja mjehura. Za svrhe operativnog redukovanja pretjeranog rasta cijena aktive moguće je upotrijebiti instrumente poput obaveznih rezervi zasnovanih na aktivi (Peli) i obaveza kapitala zasnovanih na aktivi (Gudart i Persjud). Teoretski okvir određivanja cijena aktive polazi od ideja Kejnza i Minskog. Teoretski, pomenutim instrumentima moguće je redukovati pretjerani rast cijena aktive. Praktično, smanjuje se iznos kreditnog novca i investicija od finansijskih institucija ka prosperitetnim sektorima. Pojedina istraživanja su pokazala da su obavezne rezerve zasnovane na aktivi, usled veće predvidljivosti, pogodniji instrument za obaranje mjehura cijena aktive, odnosno da će funkcionisati samo preko cjenovnog efekta koji se može predvidjeti.

Polazeći od činjenice da je kratkoročna nominalna kamatna stopa blizu nultog nivoa, odnosno da se ne može dalje snižavati radi stimulisanja ekonomske aktivnosti, ocijenjeno je da je standardna monetarna politika postala neefektivna. Ne-konvencionalna monetarna politika zasnovana na kvantitativnim olakšicama povećavala je primarni novac kupovnim operacijama centralne banke od komercijalnih banaka i drugih finansijskih institucija. Značajno se povećao nivo bilansa stanja centralne banke, što je bilo praćeno rastom viška rezervi sistema komercijalnih banaka. Realna ekonomska aktivnost podstaknuta je nižim dugoročnim kamatnim stopama, povećanim cijenama akcija i finansijskom imovinom. Implikacije kvantitativnih olakšica na značajne odlive kapitala ka zemljama u razvoju posledica su daleko većih kamatnih stopa u ovim zemljama od početka prethodne decenije.

Izlazna strategija kvantitativnih olakšica, koja je usmjerena ka ponovnom aktiviranju viška likvidnosti uvođenjem većih kamatnih stopa na rezerve, nepovoljno se odražava na fiskalnu poziciju i finansijska tržišta. Prema pojedinim autorima, strategija ima alternativu u obaveznim rezervama zasnovanim na aktivima, čime se povećava broj instrumenata koji „permanentno poboljšavaju monetarnu politiku“. Fiskalne koristi ogledaju se u povećanju senjoraže. Superiornost alternativne strategije kvantitativnih olakšica sastoji se u većoj efektivnosti i manjoj cijeni za poreske obveznike, odnosno dugoročnim efektima za sprovođenje monetarne politike. Navode se posebne koristi za Evropu jer se ovim instrumentom olakšava adresiranje gubitka nacionalne monetarne politike koji je posledica kreiranja eura.

Prema Peliju (2000, 2014), obavezne rezerve zasnovane na aktivima sastoje se u proširivanju obaveznog obezbjeđenja na različite klase aktiva finansijskih institucija. Regulatorne vlasti određuju prihvatljive obavezne rezerve na osnovu zapažanja o svakoj klasi aktive. Da bi se postigla maksimalna efektivnost, novi pristup obaveznim rezervama podrazumijeva smanjenje vjerovatnoće izbjegavanja. Nestabilnost bi nastala kada bi obaveze bile nametnute samo bankama, čime bi se preusmjerilo kreditiranje van bankarskog sektora podstičući relativno manje stabilno bankarstvo u sjenci. U odnosu na istorijski fokus regulacije – sprečavanje „juriša na banke“, kao i tradicionalne forme regulacije – rezerve na pasive (depozite), fokus obaveza na aktive je za svrhu izbjegavanja pretjerano rizičnih špekulacija i suzbijanje mjehura finansijskog sektora u uslovima finansijalizacije.

U skladu sa predlogom, umjesto da plaća povećane kamatne stope na viškove rezervi, centralna banka bi propisala obavezne rezerve na aktive sa ciljem otklanjanja viška likvidnosti koji su kreirale kvantitativne olakšice. Kamatne stope na zajmove bi porasle da bi se kompenzirali kreditori, ali bi bio manji efekat na kamatne stope na zajmove u odnosu na povećane kamatne stope centralne banke. Pretpostavka je da bi tržište akcija ojačalo ukoliko bi akcije bile opterećene sa nultom, a obveznice sa pozitivnom obaveznom rezervom, i to zbog relativno veće atraktivnosti akcija. Obavezivanjem finansijskih firmi da drže rezerve, zahtijevalo bi se usmjeravanje dijela sredstava kod centralne banke u obliku nekamatonosnih depozita. Firme bi smanjile holdinge aktiva većim obaveznim rezervama i preusmjerile sredstva u kategorije aktiva sa nižim troškom (profitabilnije).

Precizan iznos obaveznih rezervi je determinisan kompozicijom aktiva finansijskih institucija. Na brzo rastuće, rizične i „nepoželjne“ aktive bile bi nametnute veće obaveze. Ukoliko monetarne vlasti žele da smanje rapidan rast cijena akcija, povećaće obavezne rezerve na zajmove za kupovinu akcija i na direktne akcijske investicije finansijskih institucija. Osnovna logika ovih rezervi je da se držanjem zahtijevanih rezervi redukuje profitabilnost zajmova (aktiva) koji podliježu obavezama. Bez obaveznih rezervi na aktive, cijena zajmova bila bi jednaka njihovim troškovima refinansiranja, administrativnom opterećenju i kompenzaciji za rizik. Obavezne rezerve zasnovane na aktivima su instrument centralne banke koji je prilično targetiran i kojim se finansijske institucije mogu obavezati da drže rezerve za specifične tipove zajmova.

Različite klase aktiva (akcije, obveznice, nekretnine, robe) mogle bi biti predmet obaveznih rezervi, i to za svrhe sprečavanja finansijskih mjehura i stabilnosti bankarskog sistema. Obavezne rezerve bi se povećale u skladu sa tržišnim cijenama, što podrazumijeva da bi se troškovi držanja povećali automatski sa tržišnim cijenama. Prodaja holdinga aktiva finansijskih institucija, usled veličine i troška, do-vodi do ranijeg zaustavljanja buma od uobičajenog. Nagli rast se ublažava jer je ka tržištu usmjereno manje investicija finansijskih institucija i kredita. Racio akcijski kapital/odobreni kredit bi trebalo da se poveća s obzirom da je ulaganje koje je finansirano kreditom investitorima manje profitabilno. U slučaju pada ekonomske aktivnosti, umanjuje se efekat na finansijski sektor usled slabijih špekulativnih aktivnosti i manjeg broja aktiva (kojima rastu cijene) u bilansu stanja finansijskih institucija kao kolateral.

Prilagođavanjem obaveznih rezervi određenim tipovima aktive, centralna banka može da targetira specifične neravnoteže u finansijskom sektoru, a da ne pribjegne povećanju kamatnih stopa. Obavezne rezerve zasnovane na aktivima generišu automatsko monetarno ograničenje (dodatne rezerve) ili automatsko monetarno oslobađanje („oslobođene“ rezerve). Djelujući kao automatski stabilizator, obavezne rezerve bi bile usklađene sa postojećim sistemom monetarne kontrole, regulatornim sistemom zasnovanim na obavezama kapitala, likvidnosnim obavezama i obavezanim rezervama zasnovanim na pasivi (depozitima). Atraktivnost za euro zonu, koju karakteriše redukovan broj instrumenata usled napuštanja politike kamatne stope i deviznih kurseva u zemljama članicama, sastoji se u popunjavanju jaza instrumenta: sprovođenjem od strane nacionalnih centralnih banaka (na geografskoj osnovi).

U euro zoni kao cjelini, dva su tržišta aktiva koje su glavne komponente imovine domaćinstava: akcije i nekretnine, finansirane uglavnom preko hipotekarnih zajmova. Višestruki su razlozi zbog kojih bi obavezne rezerve zasnovane na aktivima, kao novi instrument monetarne politike, mogle da se primijene na tržištima nekretnina. Jedan od razloga sastoji se u sledećem: Usled divergentnog kretanja cijena na tržištu stanogradnje pojavljuje se problem troška nalaženja „prave reakcije kamatne stope monetarne politike“ u euro zoni. Obavezne rezerve zasnovane na aktivima omogućile bi da Evropska centralna banka targetira tržišta nekretnina u različitim zemljama sa različitim stopama rezervi. Drugi razlozi mogu da budu: odnos imo-

vine u stanovima privatnog sektora i finansijske imovine u akcijama; posledice brzog pada cijena stanova na grupe sa nižim dohotkom, u odnosu na grupe sa većim dohotkom koje uglavnom posjeduju akcije; veća korelacija između rasta cijena stanova i ekspanzije hipotekarnog kredita u zemljama EMU, itd.

Postoji razlog za implementaciju ovog tipa sistema obaveznih rezervi kao dopunskog instrumenta ECB. Ukoliko ne postoji problem postizanja stabilnosti cijena, iz perspektive monetarne politike ECB bi trebalo aktivno da koristi svoj uticaj na transmisioni mehanizam koji preko finansijskih tržišta djeluje na realnu ekonomiju, kako bi pospjela produktivna ulaganja firmi. Pomenuti proces bi mogao da se poremeti ukoliko sve veći špekulativni mjehur onemoguću efikasnu alokaciju portfelja u skladu sa „pravim“ trade-offom rizik-prinos. Ovo politiku kamatne stope čini potpuno beskorisnom u ekstremnoj situaciji. Umjesto povećanja ključnih kamatnih stopa kako bi spriječila dalji rast cijena stanova, sa daljim poslasticama na sva kreditna tržišta, ECB bi mogla da primijeni minimalne stope rezervi na holdinge nekretnina i hipotekarne zajmove.

6. ELEMENTI DEFINISANJA OBAVEZNIH REZERVNI - OPERATIVNI PRISTUP

Obavezne rezerve su iznos novca i/ili likvidnih aktiva koje komercijalne banke moraju da drže u novcu ili depozitima kod centralne banke (kao dio rezervi). Velike su razlike među zemljama u iznosu rezervi (procenat depozita), iznosu nadoknađivanja, dužini i strukturi perioda održavanja. Slično porezu, obaveznim rezervama mogu da se povećaju fiskalni prinosi po cijeni smanjenja stope prinosa na depozite. Operativne prakse obuhvataju: držanje rezervi u prosjeku tokom određenog broja dana ili nedjelja (prosjekovanje rezervi); iznos rezervi koji je unaprijed određen kada počinje period (zaostajanje); pozajmljivanje rezervi ili plaćanje kamate na viškove rezervi od strane centralne banke (stalne olakšice); „nekonvencionalno“ korišćenje rezervi za svrhu kontrole kapitala.

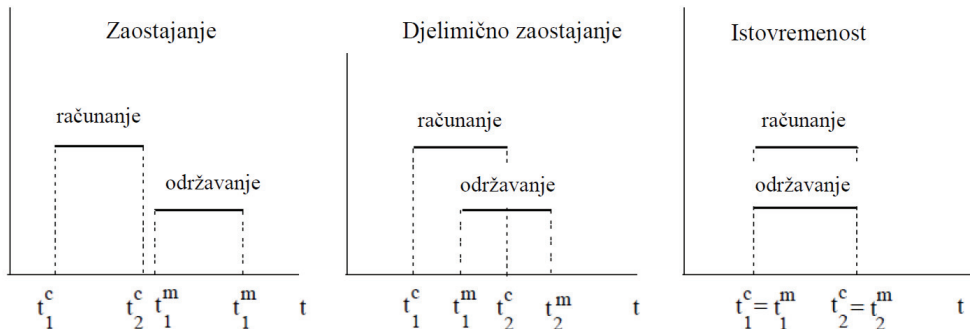
Prema jednom mišljenju, osnova obaveznih rezervi bi trebalo što je moguće bliže da odražava monetarni agregat (ukoliko postoji) koji targetira centralna banka, tj. obaveznim rezervama bi se kontrolisao target. Ipak, nije sasvim jasno da li postoji čvrsta veza između definicije osnove obaveznih rezervi, s jedne strane, i datog monetarnog targeta i njegovog uticaja na inflaciju, s druge strane. Uobičajeno je isključivanje međubankarskih transakcija iz osnove obaveznih rezervi, ali bi isključivanje trebalo ograničiti na pasive banaka koje su predmet istog režima obaveznih rezervi. Računicu tim bankama bi mogla da komplikuje obuhvaćenost svih pasiva, sa depozitnim certifikatima ili drugim hartijama koje banke emituju. Manji broj centralnih banaka uključuje međubankarske zajmove kao osnovu rezervi, ali neke centralne banke isključuju repoe, ili samo repoe sa drugim bankama, iz pasiva koje podliježu rezervama.

Izvjestan broj centralnih banaka u kontekstu obaveznih rezervi obuhvata holdinge gotovine u blagajni, kao direktnu pasivu centralne banke. Manji broj central-

nih banaka oslanja se na državne zapise ili zapise centralne banke. Specifično, državni depoziti bi trebalo da budu prihvatljivi za obavezne rezerve, što je slučaj u velikom broju zemalja. Katkad su državni depoziti kod komercijalnih banaka predmet izrazito visokih obaveznih rezervi (do 100%). Razlog je obeshrabrivanje države i kvazi-državnih institucija da drže značajna sredstva kod državnih ili privatnih komercijalnih banaka. Korišćenje višestrukih racija obaveznih rezervi uslovljeno je prirodom pasive: veće obavezne rezerve se primjenjuju na likvidnije pasive. Time se ostvaruje originalna prudenciona svrha u slučaju bankarskih kriza (juriš na banke, na primjer), odnosno svrha monetarne kontrole, diferenciranjem transakcionih od netransakcionih računa.

Računovodstvo obaveznih rezervi zasniva se na preklapanju perioda neophodnog za računanje osnove na koju se primjenjuje racio obaveze i perioda tokom kojeg se drže odgovarajuće obavezne rezerve. Period računanja obično se definiše kao prosjek neizmirenih pasiva unutar nekoliko dana, a ponekad i tokom jednog dana. Period računanja može da prethodi periodu držanja (zaostajanje, $t_2^c < t_1^m$), da se djelimično preklapa sa periodom holdinga (djelimično zaostajanje, $t_2^c > t_1^m$) ili da se vremenski krajevi podudaraju (istovremenost, $t_2^c = t_1^m$). Zaostajanje tipično traje nekoliko dana ili duže pa potpuno podudaranje kod obaveznih rezervi nije moguće. Iako to nije obavezan slučaj, na grafiku 2 se poklapaju periodi računanja i održavanja za svaku od tri grupe obaveznih rezervi.

Grafik 2: Klasifikacija obaveznih rezervi



Izvor: Borio, 1997; str. 28

Upravljanje likvidnošću stvara neizvjesnost. Sve dok obaveze zaostaju, nije poznat precizan iznos obaveznih rezervi na početku perioda održavanja, koji moraju da predvide i banke i centralna banka. Neizvjesnost kod potpuno podudarnih obaveznih rezervi prisutna je do poslednjeg dana perioda održavanja. Uglavnom se kao praktičan predlog predlaže kalkulacija obaveznih rezervi koja se zasniva na potpunom zaostajanju. Kalkulacija polazi od dnevnog prosjeka pasiva prikladnih za rezerve tokom relevantnog perioda, uključujući nedjelje i neradne

dane banke. Ukoliko je cilj da se obaveznim rezervama precizno kontroliše određeni monetarni agregat, kao kalkulacija za osnovu rezervi predlaže se kalkulacija podudarnosti. Tada banka ne zna tačan iznos obaveznih rezervi sve do kraja perioda održavanja, uz mogućnost procjene neposredno prije kraja perioda.

Usled neizvjesnosti, pojedine centralne banke su primjenjivale polu-podudarnu kalkulaciju, kada se za dvonedjeljni period obavezne rezerve računaju na osnovu pasiva u dvonedjeljnom periodu koji se završava na kraju prve nedjelje perioda održavanja. Osnova obaveznih rezervi bi idealno odražavala prosječne dnevne pasive banaka. Ako se, pak, prosječna dnevna sredstva ne mogu dobiti (npr. prekomjerno administrativno opterećenje nametnuto bankama), operativno su moguće varijante: zahtijevanje od banaka da objave prosječne pasive na kraju svake nedjelje tokom perioda izvještavanja; računanje obaveznih rezervi na osnovu prosječnih pasiva na kraju mjeseca, tokom prethodnih šest mjeseci, čime se ublažavaju mjesečne promjene. Kod dnevnog prosjeka, banke mogu da izvještavaju o ovom prosjeku: jednom svake dvije sedmice ili jednom mjesečno.

U sistemu prosječnih rezervi od banaka se ne zahtijeva da svakodnevno drže određen iznos rezervi. Prosjek rezervi pruža bankama fleksibilan pristup kod držanja rezervi da bi ispunile svoje obaveze, što znači da se drži izvjestan prosječan nivo rezervi tokom perioda održavanja. Uopšteno, banke će nastojati da drže više rezervi u danima kada očekuju da će tržišne kamatne stope biti niže, i obrnuto. Tražnja komercijalnih banaka za sredstvima rezervi postaće osjetljivija na kamatnu stopu, a kamatna stopa na međubankarskom tržištu manje osjetljiva na šokove tražnje i ponude rezervi. Kratkoročne zalihe koje obezbjeđuje prosjekovanje omogućava bankama relaksiranost vezanu za odobravanje međubankarskih zajmova, u smislu njihove sposobnosti da upravljaju kratkoročnim likvidnosnim šokovima.

Period održavanja bi trebalo da bude dovoljno dug da bi banke u potpunosti iskoristile prosjek rezervi. Računanje obaveznih rezervi bi, stoga, trebalo da bude sa potpunim zaostajanjem, kao bilo koje preklapanje perioda računanja i održavanja. Prema nedavnim istraživanjima, većina centralnih banaka smatra da je bankama potrebno 14 dana perioda održavanja da bi mogle da ostvare korist od prosjekovanja, odnosno jedan mjesec održavanja za dobro funkcionisanje. Prosjek više od jednog mjeseca perioda održavanja olakšava centralnoj banci predviđanje potrebe za likvidnošću unutar perioda održavanja, jer mnoge transakcije imaju mjesečni ciklus. Mjesečni period održavanja posebno je značajan centralnim bankama sa strategijom monetarnog targetiranja, sa krajnjom svrhom postizanja monetarnog targeta.

Različiti su tipovi aranžmana obaveznih rezervi. Pojedinačne obavezne rezerve, koje isključuju zakonske obavezne rezerve, aktivno je koristila Kina kao kontracikličan instrument, što važi i za diferencijalne obavezne rezerve. U tom slučaju, obavezne rezerve mogu da variraju u skladu sa ročnošću depozita (po viđenju, štednih i oročenih), smanjujući se dužom ročnošću depozita. Ova struktura diferencijalnih obaveznih rezervi (Venecuela) ima za cilj destimulisanje kratkoročnih priliva kapitala i depozita. Praktično sve industrijske zemlje, uključujući Euro zonu, potpadaju pod ove dvije kategorije. Velika Britanija nema zakonske obavezne rezerve, koje

predstavljaju instrument monetarne politike. Tekuće obavezne rezerve predstavljaju „endogeni rezultat“ koji je pod uticajem depozita (stanja poslovnog ciklusa).

Neke centralne banke su primjenjivale različite stope obaveznih rezervi raznim tipovima banaka. Određenim bankama, poput onim u državnom vlasništvu, i dalje se određuju preferencijalne (niže) stope. Uopšteno, ista regulacija obaveznih rezervi je rješenje koje dominira. Preporučuje se jedinstvena stopa obaveznih rezervi za sve pasive podložne rezervama, osim kada se ciljevi koji su jasni mogu ostvariti sa različitim stopama. U situacijama kada se obavezne rezerve nameću na pasive koje su denominovane u stranoj valuti, centralna banka bi trebalo da odluči koji devizni kurs da koristi. Ukoliko su pasive banaka denominovane u nekoliko stranih valuta, ali se plaćaju u jednoj stranoj valuti, centralna banka bi trebalo da se opredijeli za devizni kurs po kojem će zamijeniti baznu valutu za valutu u kojoj se drže relevantne obavezne rezerve.

U pojedinim zemljama (npr. Peru) obavezne rezerve se mijenjaju na osnovu valutne denominacije. U ovom slučaju, obavezne rezerve na depozite u stranoj valuti bile su značajno veće u odnosu na one sa depozitima u domaćoj valuti. Razlog je oprez zbog iznenadnih promjena tokova strane valute. Postojanje obaveznih rezervi zasnovanih na valutnoj denominaciji u mnogim zemljama u razvoju dovodi se u vezu sa šire prisutnim režimom dolarizacije ili, češće, depozitima u stranoj valuti. Promjena obaveznih rezervi se odvijala i u skladu sa ročnom i valutnom dospelošću, a tipičan primjer je Argentina tokom prethodne dvije decenije. U ovom slučaju, u prvoj deceniji su se najveće obavezne rezerve za domaću i stranu valutu odnose na depozite po viđenju, a potom na depozite po viđenju i oročene depozite.

Obavezne rezerve na pasive u stranoj valuti ispunjavaju uslove za suočavanje sa finansijskim poremećajima. Prije svega, signaliziraju finansijskim posrednicima da su pasive u stranoj valuti rizičnije u odnosu na domaću valutu, čime se pomaže bankama da internacionalizuju rizik dolarizacije. S obzirom da ekonomski agenti shvataju da bankarski sistem raspolaže značajnim iznosom likvidnih aktiva denominovanih u stranoj valuti, obaveznim rezervama se umanjuje vjerovatnoća juriša na banke. Doprinos obaveznih rezervi je i u povećanju međunarodne likvidnosti unutar finansijskog sistema kada je to neophodno. Tada centralna banka može da djeluje kao kreditor u krajnjoj instanci u stranoj valuti. Smanjenjem obaveznih rezervi centralna banka može da obezbjeđuje likvidnost finansijskom sistemu i umanjuje pritisak na kamatnu stopu.

7. UMJESTO ZAKLJUČKA: OPERATIVNA PRILAGOĐAVANJA OBAVEZNIH REZERV I

Tokom devedesetih i prve polovine prethodne decenije, obavezne rezerve su snižene u mnogim zemljama. Finansijske inovacije redukovale su efektivnost ovog instrumenta monetarne politike. Centralne banke su fokus operativnih procedura usmjerile od kontrole rezervi na monetarne agregate ka kratkoročnim kamatnim stopama. Takođe, potencijalni troškovi obaveznih rezervi na finansijsko posredo-

vanje bili su signal centralnim bankama. Ipak, tokom prethodne decenije, pojedine centralne banke su povećale obavezne rezerve u fazi ekspanzije poslovnog ciklusa za svrhu pooštavanja monetarnih uslova (bez privlačenja kapitala). Nakon eskalacije finansijske krize i propasti velikih američkih banaka, ove centralne banke su značajno snizile obavezne rezerve sa ciljem podsticanja funkcionisanja tržišta.

Obaveznim rezervama su kompenzirani pogoršani finansijski uslovi bankama u periodima finansijskih problema, redukovanjem prekomjerne likvidnosti uz manji trošak u odnosu na operacije na otvorenom tržištu. Naime, isključivo oslanjanje na operacije na otvorenom tržištu radi postizanja targeta kamatne stope produkovalo je značajne troškove. Doprinos obaveznih rezervi kao instrumenta monetarne politike ispoljavao se ublažavanjem kreditnog rasta na manje razvijenim finansijskim tržištima. Efektivnost povećanja obaveznih rezervi direktnim uticajem na ponudu kredita dolazi do izražaja kada se velikim povećanjem kamatnih stopa u kratkom periodu ne ograniči kreditno ponašanje banaka. Ovo je posebno bio slučaj u ekonomijama sa nerazvijenim tržištima, odnosno kada slabije funkcioniše kreditni kanal, prenošenjem efekata zvanične kamatne stope na tržišne kamatne stope.

Promjene kamatne stope nisu uvijek bile dovoljne za održavanje cjenovne ili finansijske stabilnosti. Obavezne rezerve su povremeno korišćene kao dopuna i/ili zamjena za oficijelne kamatne stope jačajući efektivnost politike kamatne stope. Svakako, obavezne rezerve su značajno varirale među zemljama, počev od nultog nivoa do preko 40%. U mnogim zemljama rezerve su nadoknađivane na nivou ispod tržišne kamatne stope redukujući uticaj promjena stope obaveznih rezervi na bankarski sistem. Katkad su promjene obaveznih rezervi vršile manji uticaj ako je u odnosu na kredite domaćih banaka evidentiran mali iznos depozita koji su predmet obaveznih rezervi. Obavezne rezerve potencijalno djeluju kontraciklično eliminišući fluktuacije likvidnosti tokom vremena.

Pojedina istraživanja (npr. Montero i Moreno, 2011) apostrofiraju da prilagođavanja obaveznih rezervi pomažu kreatorima monetarne politike da stabilizuju međubankarsko tržište i dostignu targete zvanične kamatne stope, odnosno da ponovo ostvare monetarnu kontrolu. Zbog uticaja na kamatne stope banaka (tržišne), prilagođavanjem obaveznih rezervi doprinosi se stabilizovanju tokova kapitala. Empirijski dokaz sugeriše da povećanje obaveznih rezervi utiče na povećanje kamatnih stopa na kredite i smanjenje depozitnih kamatnih stopa. Uprkos tome, mnoge centralne banke su se tokom prethodne decenije manje oslanjale na obavezne rezerve kao instrument monetarne politike. Razlog je nametanje troškova (poreza) finansijskom sektoru, čime se redukuje nivo finansijskog posredovanja stvaranjem podsticaja za pronalaženje drugih izvora finansiranja.

Dizajniranje obaveznih rezervi je složeno uključujući odluke o tipu pasiva banaka (depoziti ili ne-depoziti) koji služe kao cilj, o periodu držanja, stopi obaveznih rezervi, nadoknađivanju ili ne-nadoknađivanju, računanju i stvaranju osnove za regulaciju. Obavezne rezerve su komplementaran instrument za devizne sterilizacije. U periodima visokih priliva kapitala, obaveznim rezervama mogu da se supstituišu operacije na otvorenom tržištu kao instrument za sterilizaciju deviznih

interevnacija centralne banke. Time se umanjuje kvazi-fiskalni uticaj, pogotovo kada su obavezne rezerve ne-nadoknađene. Pojedine zemlje (npr. Brazil) nametnule su obavezne rezerve lizing institucijama ili ofšor filijalama domaćih finansijskih institucija (npr. Peru).

Iako se obavezne rezerve mogu primijeniti na aktive i pasive, iskustvo pokazuje davanje prioriteta obaveznim rezervama na pasivu. Korišćenje prosječnih obaveznih rezervi (prudencioni instrument) ima potencijalni nedostatak kada banke snižavaju obavezne rezerve za određeni vremenski period, ali nemaju dovoljno rezervi kada su one potrebne. Obavezne rezerve su u mnogim zemljama aktivno korišćene, ali nije u potpunosti poznata njihova efektivnost i način interakcije sa monetarnom politikom. Katkad se naglašava uloga obaveznih rezervi kao nekonvencionalnog monetarnog instrumenta, pogotovo u periodima poremećaja i u režimu dolarizovane ekonomije. Nakon eskalacije globalne krize, obavezne rezerve su u pojedinim zemljama doprinijele uspješnom uticaju na likvidnost u kontekstu ekspanzivnih monetarnih uslova i snažnih priliva kapitala.

Obavezne rezerve djeluju kao poreska stopa ili cijena pojedinačne robe i mogu da budu konstantne u dužem vremenskom periodu. Učestalost promjena obaveznih rezervi u literaturi se posmatra kao indikator da li se obavezne rezerve koriste za svrhe makroekonomske stabilizacije. U skladu sa tim pristupom, ukoliko se obavezne rezerve mijenjaju više od jednog puta tokom poslovnog ciklusa, zemlja sprovodi aktivnu politiku obaveznih rezervi. Prema aktivno-pasivnom pristupu obaveznim rezervama, značajne su razlike između zemalja u razvoju i industrijskih zemalja. Prema empirijskim istraživanjima (Federico, Vegh, Vuletin, 2013), više od polovine zemalja u razvoju su aktivne, dok polovina industrijskih zemalja nema zakonske obavezne rezerve (obavezne rezerve su nulte). Većina industrijskih zemalja rijetko mijenja obavezne rezerve. Značajno je veći broj industrijskih zemalja koje sprovode kontracikličnu monetarnu politiku.

Počivanje na obaveznim rezervama može da donese troškove: ukoliko su obavezne rezerve nadoknađene po stopi ispod prinosa na alternativne investicije, direktno nameću distorzivni porez na finansijsko posredovanje. Dva tipa faktora utiču na implicitno poresko opterećenje izazvano obaveznim rezervama. Poresko opterećenje koje nameću obavezne rezerve je proizvod poreske stope i osnove. Ukoliko su obavezne rezerve u potpunosti nadoknađene po oportunitetnom trošku, makar direktno ne nameću porez. Bankama se nameće opterećenje kada je nadoknađivanje ispod prinosa na alternativnu investiciju. Razlika između oportunitetnog troška i nadoknađivanja obaveznih rezervi je implicitna prosječna „poreska stopa“. „Poreska osnova“ predstavlja zahtijevane rezerve, a zavisi od veličine bankarskog sektora, obuhvata depozita pogodnih za rezerve u bankarskom sistemu i nivoa racija obaveznih rezervi. Uz veće nivoe ovih kategorija poreska osnova je šira.

Evolviranjem uloge, tj. promjenom svrhe i praksi, nije u potpunosti postala jasna svrha obaveznih rezervi, što je rezultiralo usložnjavanjem pristupa strukturisanju režima rezervi. Polazeći od istog cilja i kontracikličnosti, monetarna politika i

politika obavezne rezerve upotpunjuju jedna drugu. Politika obaveznih rezervi se posmatra kao zamjena za monetarnu politiku kada u lošim (dobrim) vremenima ostvaruje ono što monetarna politika ne može, tj. zagrijava (hladi) ekonomiju. Ukoliko monetarne vlasti ne žele da privuku kapital, neće povećavati kamatne stope već obavezne rezerve (hlađenje ekonomije). Snižavanjem obaveznih rezervi utiče se da ekonomija izađe iz recesije, kako se ne bi suočila sa iznenadnom valutnom depresijacijom. Istraživanja pokazuju da je politika obavezne rezerve kontraciklična u zemljama koje aktivno koriste obavezne rezerve. Centralne banke koje ne koriste aktivno obavezne rezerve reaguju kontraciklično preko kamatnih stopa, što je praćeno pozitivnim uticajem na gepove inflacije i deviznog kursa.

Obavezne rezerve su postale značajan instrument monetarne politike u mnogim zemljama u razvoju. Centralne banke (npr. Kine i Turske) povećale su obavezne rezerve mijenjajući oficijelnu kamatnu stopu. Bazični cilj obaveznih rezervi znatno varira među zemljama. Koriste se za suočavanje sa nestabilnim tokovima kapitala i kada je politika kamatne stope ograničena donjim nultim nivoom ili ciljem deviznog kursa. U prvom slučaju obavezne rezerve služe kao instrument finansijske stabilnosti, a u drugom kao instrument nekonvencionalne monetarne politike za stabilnost cijena. Za razliku od razvijenih ekonomija, gdje su tokom prethodne dvije decenije izgubile na značaju kao instrument monetarne politike, a počev od finansijske krize ponovo zaokupile pažnju, obavezne rezerve u zemljama u razvoju u kontinuitetu imaju važnu ulogu. Potencijalne nepovoljne implikacije visokih obaveznih rezervi na monetarnu i finansijsku stabilnost su povećanje nestabilnosti tržišnih kamatnih stopa i disintermedijacija usled skupljih kredita i nižih prinosa na depozite.

Mnogi prudencioni instrumenti mogu da se koriste za svrhe makroekonomske stabilizacije uključujući obavezne rezerve, obaveze kapitala, plafone racija zajam/vrijednost, kreditna ograničenja, dinamička rezervisanja i druge. Svrha njihovog korišćenja je redukovanje veličine finansijskog ciklusa i zaustavljanje posledične potencijalne finansijske osjetljivosti. Uglavnom je nedovoljno jasna efektivnost makroprudencione politike iako pojedini instrumenti mogu da budu relativno efektivni u otklanjanju slabosti u bankarskom sistemu, redukovanju procikličnosti finansijskih varijabli, smanjenju sistemskog rizika. U skladu sa tim je i empirijska diskusija o usmjeravanju makroprudencione politike na određeni instrument poput: obaveznih rezervi, koje su prepoznate kao najpopularniji makroprudencioni instrument; posebnih obaveznih rezervi na pojedine međunarodne finansijske transakcije; intervencija na deviznom tržištu za svrhu odbrane valute.

Dokazi sugerišu da su se obavezne rezerve koristile učestalo kao instrument makroekonomske stabilizacije, da je njihova upotreba postala značajnija nakon 2004, kao i da industrijske zemlje od tada ne koriste aktivno politiku obaveznih rezervi. Na osnovu procikličnosti kredita ne može se donijeti zaključak o aktivnosti implementacije ove politike. Kod pojedinih zemalja („aktivnih“) prosječno vrijeme između promjene rezervi je bilo niže od prosječnog trajanja poslovnog ciklusa. Ove zemlje u razvoju su, preusmjeravanjem od prociklične politike, uglavnom sprovo-

dile kontracikličnu politiku obaveznih rezervi, u poređenju sa kontracikličnom implementacijom kamatne stope. Komplementarnost u formi međusobnog jačanja ove politike sa monetarnom politikom zasnivala se na kontracikličnosti: u normalnim (pogoršanim) okolnostima obavezne rezerve i zvanična kamatna stopa se povećavaju (snižavaju).

Teoretski posmatrano, primjena obje politike može da bude rezultat činjenice da monetarni transmisioni kanal monetarne politike nije dovoljno snažan. Međutim, kako ovo nije slučaj u industrijskim zemljama, ne postoji potreba za obaveznim rezervama kao dodatnom instrumentu monetarne politike. U slučaju da se obaveznim rezervama ostvaruje funkcionisanje koje ne bi bilo moguće kamatnom stopom, politika obavezne rezerve predstavljaće supstitut za politiku kamatne stope. Razlog je odbrana valute u pogoršanim uslovima ili nepreduzimanje mjera za dodatno privlačenje kapitala pri normalnim okolnostima. Ukoliko se u zemljama u razvoju očekuje valutna depresijacija pri nepovoljnim okolnostima, povećavaju se kamatne stope i interveniše na deviznom tržištu kako bi se spriječila dalja depresijacija. Istovremeno se snižavaju obavezne rezerve radi stimulisanja kreditne ekspanzije i ekonomske aktivnosti.

Objašnjenje za korišćenje obaveznih rezervi kao „drugog instrumenta” u situaciji kritičnih karakteristika poslovnog ciklusa u ekonomijama u razvoju nalazi se u negativnoj korelaciji nominalnog deviznog kursa i realnog BDP. U tipičnom poslovnom ciklusu, devizni kurs je ispod (iznad) trenda u normalnim (nepovoljnim) okolnostima, što znači da valuta relativno apresira (depresira). Depresijacija tokom lošeg perioda izaziva velike odlive kapitala prouzrokujući pogoršanje valutne depresijacije i vodeći spirali odliva kapitala, depresijacije i recesije. Usled opasnosti po makroekonomiju, odbrana valute nameće se kao imperativ. Povećanje kamatnih stopa može da ubrza pad outputa u pogoršanim uslovima. Tokom povoljnih okolnosti, većim kamatnim stopama pogoršavaju se prilivi kapitala i valutna apresijacija, a kao rješenje za „smirivanje” ekonomije predlažu se veće obavezne rezerve.

S obzirom da nemaju direktan uticaj na ouptut, intervencije na deviznom tržištu nisu drugi instrument. Obavezne rezerve se posmatraju kao koristan instrument za rješenje dileme „nemogućeg trojstva”. Pojedine centralne banke (npr. Narodna banka Kine) učestalije i intenzivnije su koristile racio zakonskih obaveznih rezervi dajući im prednost u odnosu na druge inastrumente sterilizacije poput operacija na otvorenom tržištu, koje su zasnovane na repou, deviznim svopovima, blagajničkim zapisima centralne banke na strani pasive i bezuslovnim prodajama državnih obveznica na strani aktive. Efektivnost sterilizacije deviznih intervencija velikog obima sastoji se u nižim troškovima, što ostavlja veći prostor obaveznim rezervama pri povlačenju likvidnosti. Okviri monetarne politike koji su orijentisani na kvantitativne targete i koji zadovoljavaju višestruke ciljeve davali su prednost ovom sterilizacionom instrumentu.

U nekim ekonomijama obavezne rezerve su ustanovljene kako bi se ponovo izgradio savremeni bankarski sistem. Obavezne rezerve su se razlikovale u zavisnosti od banke i tipa depozita (korporativni, štedni i depoziti po viđenju). Osnovni

cilj menadžmenta obaveznih rezervi nije bio monetarna, poreska (prilivi kapitala) i prudenciona funkcija već olakšavanje državne kreditne politike alociranjem finansijskih resursa u prioritetne sektore. U kontekstu izgradnje kompleksnog sistema obaveznih rezervi naglašena je: uloga donjeg nivoa (poda) prekonocne međubankarske kamatne stope; pozicioniranje kao aktivnog vodećeg instrumenta za povlačenje likvidnosti; diferencijacija rezervi među bankama (veće i manje banke, domaći i strani depoziti) koja se dovodi u vezu sa adekvatnošću kapitala i kvalitetom aktive banke; kombinovanje obaveznih rezervi zasnovanih na pasivi i na aktivni, i to na mjesečnoj ili kvartalnoj osnovi.

LITERATURA

Areosa, Waldyr Dutra (2013), „Using a DSGE Model to Assess the Macroeconomic Effects of Reserve Requirements in Brazil“, Working Papers, 303: 1-28, Banco Central do Brasil.

Armas, Adrian, Castillo, Paul, and Vega, Marco (2014), „Inflation Targeting and Quantitative Tightening: Effects of Reserve Requirements in Peru“, Working Paper, 003, Central Bank of Peru.

Berensmann, Kathrin (2003), „Monetary Policy under Currency Board Arrangement: A Necessary Flexibility for Transition Countries“, Wurzburg Economic Papers, 44, German Development Institute Bonn.

Borio, Claudio (1997), „Monetary Policy Operating Procedures in Industrial Countries“, Economic Papers, 40, Bank for International Settlements.

Carlson, Mark (2013), „Lessons from the Historical Use of Reserve Requirements in the United States to Promote Bank Liquidity“, Working Paper, 11, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Carlson, Mark A., and Wheelock, David C. (2014), „Navigating Constraints: The Evolution of Federal Reserve Monetary Policy, 1935-59“, Working Paper, 44, Federal Reserve Board.

Carrera, Cesar, and Vega, Hugo (2012), „Interbank Market and Macroprudential Tools in a DSGE Model“, Working Paper, 014, Central Reserve Bank of Peru.

Carrera, Cesar (2013), „The Evolving Role of Reserve Requirements in Monetary Policy“, Journal of Centrum Cathedra, 6(1): 11-25.

Carvalho, Fabia A. de, and Azevedo, Cyntia F. (2008), „The Incidence of Reserve Requirements in Brasil: Do Bank Stockholders Share the Burden“, Journal of Applied Econoimcs 11(1): 61-90.

Clinton, Kevin (1997), „Implementation of Monetary Policy in a Regime with zero reserve Requirements“, Working Paper, 8, Bank of Canada.

Cordela, Tito, Federico, Pablo, Vegh, Carlos, and Vuletin, Guillermo (2014), „Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World“, Policy Research Working Paper, 6793, The World Bank.

Davies, Haydn (1998), „Averaging in a Framework of a Zero Reserve Requirements: Implications for the Operation of Monetary Policy“ Working Paper, Bank of England.

Detzer, Daniel (2012), „New Instruments for Banking Regulation and Monetary Policy after the Crisis“, Working Paper, 12, Institute for International Political Economy Berlin.

Espinosa-Vega, Marco A. (1995), „Multiple Reserve Requirements“, *Journal of Money, Credit, and Banking* 27(3):762-779.

Fama, Eugene F. (1980), „Banking in the Theory of Finance“, *Journal of Monetary Economics*, 6: 39-57.

Federico, Pablo, Vegh, Carlos A., and Vuletin Guillermo (2013), „Reserve Requirement Policy over the Business Cycle“, Working Paper, 20612, National Bureau of Economic Research.

Fender, John (2012), *Monetary Policy*, John Wiley & Sons Ltd.

Glocker, Christian, and Towbin, Pascal (2012), „The Macroeconomic Effects of reserve Requirements“, Working Papers, 374, Direction Generale Des Etudes Et Des Relations Internationales, Banque de France.

Glocker, Christian, and Towbin, Pascal (2012), „Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?“, *International Journal of Central Banking*, 8(1): 65-112.

Gray, Simon (2011), „Central Bank Balances and Reserve Requirements“, Working Paper, 36, International Monetary Fund.

Hardy, Daniel (1993), „Reserve Requirements and Monetary Management: An Introduction“, Working Paper, 35, International Monetary Fund.

Holz, Michael (2007), „Asset-Based Reserve Requirements: A New Monetary Policy Instrument for Targeting Diverging Real Estate Prices in the Euro Area“, *Intervention*, 4(2): 331-351, Trier.

Kashyap, Anil K., and Stein, Jeremy C. (2012), „The Optimal Conduct of Monetary Policy with Interest on Reserves“, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1): 266-282.

Lakić, Slobodan (2006), *Instrumentarijum monetarnog menadžmenta*, Ekonomski fakultet Podgorica.

Lakić, Slobodan (2010), „Monetarno upravljanje i kontrola u uslovima neizvjesnosti i krize“, *Montenegrin Journal of Economics*, 6(11): 35-48, ELIT.

Loungani, Prakash, and Rush, Mark (1995), „The Effect of Changes in Reserve Requirements on Investment and GNP“, *Journal of Money, Credit, and Banking* 27(2): 511-526.

Ma, Guonan, Xiandong, Yan, and Xi Liu (2011), „China's Evolving Reserve Requirements“, *BIS Working Papers*, 360.

Mahadeva, Lavan, and Sinclair, Peter (2005), *How Monetary Policy Works*, Routledge.

Mimir, Jasin, Sunel, Enes, and Taskin, Temel (2012), Required Reserves as a Credit Policy Tool, Paper presented at the Annual International Conference, Central Bank of the Republic Turkey.

Montero, Carlos, and Moreno, Ramon (2011), The Use of Reserve requirements as a Policy Instrument in Latin America, *Quarterly Review (March)*, bank for International Settlements.

Palley, Thomas (2007), Asset-based Reserve Requirements: A Response, *Review of Political Economy*, 19(4): 575-578, Routledge.

Palley, Thomas (2014), Monetary Policy after Quantitative Easing: The Case for Asset Based Reserve Requirements (ABRR), *Progressive Economy Forum (March, 5-6)*, European Parliament, Brussels.

Robitaille, Patrice (2011), Liquidity and Reserve Requirements in Brasil, *International Finance Discussion Papers, 1021*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Rossini, Renzo, Quispe, Zenon, and Serrano, Enrique (2013), Foreign Exchange Interventions in Peru, Working Paper, 016, Banco Central de Reserva del Peru.

Sellon, Gordon H., and Weiner, Stuart E. (1997), Monetary Policy Without Reserve Requirements: Case Studies and Options for the United States, *Economic Review*, 2: 5-29, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Soto, Jesus Huerta de (2012), *Money, Banking, and Economic Cycles*, Ludwig von Mises Institute.

Stewart, Jonathan D., Jalbert, Terrance, and Jalbert, Mercedes (2010), Measuring the Impact of Reserve Requirement Changes Using Interest Rate Spreads: Evidence from Costa Rica, *Latin American Business Review*, 11: 223-248, Routledge.

Toporowski, Jan (2007), Asset-based Reserve Requirements: Some Reservations, *Review of Political Economy*, 19(4): 563-573, Routledge.

Tovar, Camilo E., Garcia-Escribano, Mercedes, and Martin, Mercedes Vera (2012), Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macprudential Instruments in Latin America, Working Paper, 142, International Monetary Fund.

Vargas, Hernando, and Cardozo, Pamela (2012), The Use of Reserve Requirements in an Optimal Monetary Policy Framework, Working Paper 716I, Banco de la Republica Colombia.

Walsh, Carl E. (2003), *Monetary Theory and Policy*, Massachusetts Institute of Technology.

Weiner, Stuart E. (1992), The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy, *Economic Review*, 4: 45-63, Federal Reserve Bank of Kansas City.