



MILADIN MILOŠEVIĆ<sup>1</sup>

# POLITIKA KVANTITATIVNIH OLAKŠICA: IDEJA, CILJEVI, REZULTATI I EFEKTI PRELIVANJA NA BIH I SRBIJU

## QUANTITATIVE EASING: IDEA, GOALS, RESULTS AND SPILLOVER EFFECTS TO BIH AND SERBIA

---

JEL: E50, E52, E58

---

### APSTRAKT:

*Implementacija nekonvencionalnih instrumenata monetarne politike od strane vodećih centralnih banaka u periodu poslije finansijske krize je otvorila novo poglavlje u teoriji i praksi monetarne politike. Za razliku od standardnih instrumenata monetarne politike za koje teorija ima prilično jasno i dokumentovano objašnjenje smjera i intenziteta djelovanja, područje efekata nekonvencionalnih instrumenata i dalje predstavlja komplikovano područje. Cilj ovog rada je da se napravi pregled kanala kroz koje djeluje politika kvantitativnih olakšica kao i efekata koje je ova politika proizvela u državama koje su je primjenjivale ili još uvijek primjenjuju. Pored toga, u radu će biti ocijenjeni efekti prelivanja nekonvencionalnih mjera na realni i finansijski sektor u BiH i Srbiji.*

**KLJUČNE REČI:**

**KVANTITATIVNE OLAKŠICE, KANALI TRANSMISIJE,  
NEKONVENCIONALNA MONETARNA POLITIKA, EFEKTI PRELIVANJA**

**ABSTRACT:**

*Implementation of unconventional instruments of monetary policy by leading Central banks in the period after the financial crisis has opened a new chapter in theory and practice of the monetary policy. As opposed to the standard instruments of the monetary policy for which the theory quite has quite clearly and documented explanation of the direction and intensity of actions, the area of the effects of unconventional instruments still represents a complicated area. The goal of this paper is the make a review of channels through which the quantitative easing policy acts as well as of the effects which this policy produced in the countries which applied it or still apply it. Besides this, the paper will evaluate the effects of spillover of the unconventional measures to real and financial sector in BiH and Serbia.*

**KEY WORDS:**

**QUANTITATIVE EASING, TRANSMISSION CHANNELS, UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY,  
SPILLOVER**

## 1. UVOD

Pojava svjetske finansijske krize je, sa jedne strane, značajno uzdrmala svjetsku ekonomiju, a sa druge strane, dovela pred iskušenje kreatore ekonomske politike da u što kraćem roku najefikasnije djeluju kako bi ublažili posljedice i vratili svjetsku ekonomiju na put rasta i razvoja. Pored drugih politika, nosioci monetarne politike su hitno morali da donesu niz mjera kako bi se negativni efekti ublažili. S obzirom da se konvencionalne mjere nisu pokazale dovoljno efikasnim, pribjegli se primjeni nekonvencionalnih mjera, a jedna od njih je i politika kvantitativnih olakšica. Prva centralna banka koja je intezivno krenula sa ovom politikom u postkriznom periodu je FED a kasnije se pridružuje ECB iako je ta politika bila dugo osporavana i u suprotnosti sa najavljenom politikom štednje koju su zagovarale neke članice EMU. Predmet ovog rada predstavlja analiza djelovanja i efekata politike kvantitativnih olakšica. Cilj ovog rada je da se da dodatni doprinos u analizi teorijske osnove funkcionisanja politike kvantitativnih olakšica kao i analiza preliivanja afekata kvantitativnih olakšicama realni i finansijski sektor u BiH i Srbiji. U prvom dijelu rada predstavljeni su ideja i ciljevi koji stoje iza ove nekonvencionalne politike kao i mehanizam djelovanja politike na finansijskim tržištima i njen uticaj na prinos HoV. U drugom dijelu su prikazani različiti teorijski stavovi u vezi efekata ove politike kao i stavovi u vezi motiva koji su doprinijeli primjeni ove politike. U trećem dijelu je objašnjen transmisioni mehanizam i efekti koji su postignuti u razvijenim državama/zajednicama. U zadnjem dijelu je analiziran uticaj politike kvantitativnih olakšicama realni i finansijski sektor u BiH i Srbiji.

## 2. IDEJA I CILJEVI NEKONVENCIONALNE POLITIKE KVANTITATIVNIH OLAKŠICA

Pojam kvantitative olakšice (KO) nastao je 2001. godine. Nakon dugog perioda stagnacije, hronične deflacije i neuspjele politike nultih kamatnih stopa Centralna banka Japana (BOJ) bila je primorana uvesti nekonvencionalne mjere<sup>2</sup>. Cilj monetarne ekspanzije nije više bilo smanjenje kratkoročnih međubankarskih kamatnih stopa (koje su bile na nuli), već povećanje viškova likvidnosti banaka kupovanjem japanskih trezorskih zapisa, državnih obveznica i druge finansijske imovine od banaka.

U nekim drugim državama i vremenima (Njemačka 20-ih, Zimbabve, itd), praksa kupovanja državnih obveznica nije služila suzbijanju deflacije, već kako bi se kreiranjem novca finansirala državna potrošnja (monetizacija duga). Snižavanje kamatne stope od strane FED-a (međubankarske kamatne stope u SAD-u) nije riješilo probleme na tržištima koju su nastali krajem 2007. i početkom 2008. Slično kao u japanskom slučaju, uz stagnaciju pojavili su se rizici deflacije, odnosno inflacija je bila ispod preferiranog nivoa od 2%. Stoga je FED počeo kupovati bezvrijednu imovinu i državne obveznice od banaka. ECB i Centralna banka Engleske su počele primjenjivati slične mjere<sup>3</sup>. Izvor samog pojma kvantitativnih olakšica (kvantitativnog popuštanja) nije sasvim razjašnjen. Postoji tvrdnja

2 Hiroshi, 2006, p.1

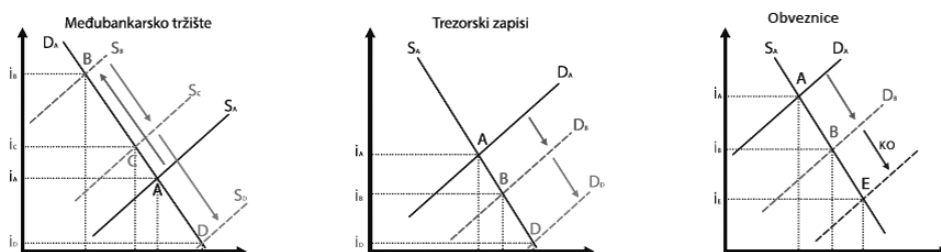
3 Flawley, et al, Neely, 2013, p.52

da su olakšice „kvantitativne“ zato što se odnosi na kreiranje određene „količine“ novca, dok druga strana smatra da je riječ o krivom prevodu japanskog izraza koji označava ekspanzivnu monetarnu politiku. Drugo objašnjenje je uvjerljivije, jer se i konvencionalnim monetarnim ekspanzijama kreiraju „količine“ novca. Ako postoje kvantitativne, postoje li i kvalitativne olakšice? Kad bi prvo objašnjenje definisali kao povećanje bilansa centralne banke bez promjene strukture (s obzirom na likvidnost i rizičnost), tada drugo objašnjenje možemo definisati kao povećanje bilansa uz promjenu strukture. Međutim, u javnosti i dalje postoje različita mišljenja, tj. ne postoji saglasnost oko mjera koje obuhvataju kvantitativne olakšice.

Pojam kvantitativnih olakšica se rijetko izučava na univerzitetima i taj primjer djelovanja monetarnih vlasti nije uključen u makroekonomske modele koji se standardno izučavaju. U tim modelima postoji samo jedna vrsta finansijske imovine kao alternativa držanju gotovine – obveznice. U stvarnome svijetu, alternative su brojne: od međubankarskih kredita do različitih HoV. Stoga će se u ovom radu funkcionisanje mehanizma kvantitativnih olakšica pokušati objasniti pomoću zasebnih grafikona za međubankarsko tržište te tržište trezorskih zapisa i državnih obveznica (Grafik 1). Banke u svakom trenutku imaju određena slobodna sredstva (viškove likvidnosti). Zbog početnog šoka agregatne tražnje ( $AD \downarrow$ ) raste averzija prema riziku. Stoga, banke svoje viškove likvidnosti plasiraju u najsigurniju imovinu – trezorske zapise i državne obveznice, umjesto u kredite preduzećima, stanovništvu i drugim bankama<sup>4</sup>. Usljed porasta tražnje, cijena trezorskih zapisa i obveznica raste, što dovodi do pada prinosa (pomak iz A u B na drugom i trećem grafikonu). Dakle, država se jeftinije finansira. Istovremeno, na međubankarskom tržištu kamatne stope su visoke zbog averzije prema riziku (tačka B na prvom grafikonu). Kako bi ih smanjila, centralna banka kreira novac i njime kupuje trezorske zapise od banaka. Pošto novac zarađen od prodaje trezorskih zapisa donosi nulte prinose, a prinosi na trezorske zapise nisu više toliko visoki, banka će plasirati taj novac na međubankarsko tržište, gdje će povećana ponuda smanjiti kamatne stope (pomak iz B u C na prvom grafikonu) ili će plasirati sredstva u kredite preduzećima i stanovništvu. Taj proces se ponavlja sve dok centralna banka ne ostvari željeno povećanje agregatne potražnje. Međutim, na tom putu ekonomija može upasti u zamku likvidnosti (tačka D na prvom grafikonu). Ako ekspanzija smanji kratkoročne kamatne stope na nivo blizu nuli, banci će tada biti svejedno da li drži trezorske zapise ili novac jer će oboje imati skoro nulte prinose (savršena supstitucija). Stoga, daljna zamjena trezorskih zapisa za novac neće podsticati banku za povećanje kreditne aktivnosti. Prvi način da se monetarna ekspanzija nastavi jest da centralna banka počne kupovati lošu imovinu od banaka (npr. loše kredite), što bi smanjilo rizičnost poslovanja banke i podstaklo je na kreditnu aktivnost. Drugi je da centralna banka počne kupovati od banaka državne obveznice kako bi smanjila dugoročne kamatne stope (pomak u tačku E na trećem grafikonu). U oba slučaja se radi o nekonvencionalnim mjerama, dakle o kvantitativnim olakšicama. Pored svih dosada navedenih mogućnosti, postoji još jedna koja bi teoretski mogla izvući ekonomiju iz zamke likvidnosti - inflacija. Ako ona postoji, realne kamatne stope su negativne. Obveznice i gotovina, koje nominalno donose nulte prinose, zapravo realno donose negativne prinose. Stoga će ih banke pokušati izbaciti iz svojih bilansa i plasirati svoje viškove likvidnosti u kredite. Da bi kvantitativne olakšice imale uspjeha važno je da centralna banka ima kredibilitet, odnosno da tržišta budu uvjerena kako će ona provoditi datu politiku sve dok inflacija ne dostigne određeni nivo. Investitori predviđaju rast cijena obveznica usljed kupovine istih od strane centralne

banke, te kako bi zaradili počinju ih kupovati, čime i prije stvarne ekspanzije dižu cijenu obveznica i snižavaju prinose (pomak iz A u B na trećem grafikonu). Kamatne stope padaju kao rezultat očekivanja, dakle dolazi do monetarne ekspanzije. Ako tržište ne vjeruje središnjoj banci, učinak kvantitativnih olakšica će biti puno manji<sup>5</sup>

### GRAFIK 1. KVANTITATIVNE OLAKŠICE



Izvor: Šain, H. Kvantitativne olakšice, Manager, HAS, Zagreb, 2010

## 3. TEORIJSKI POGLEDI NA EFEKTE POLITIKE KVANTITATIVNIH OLAKŠICA

Interpretacija efekata politike kvantitativnih olakšica se najčešće oslanja na rezultate koje je ova nekonvencionalna politika imala u SAD. S obzirom da je politika sprovedena u tri navrata i da je trenutno van snage<sup>6</sup>, počinju se analizirati ciljevi i efekti kvantitativnih olakšica. Kao što je uobičajeno, ekonomisti različitih škola imaju različite interpretacije.

Prva tumačenja efekata i ciljeva nekonvencionalne monetarne politike nudi analiza Pola Krugmana, dobitnika Nobelove nagrade iz ekonomije i jednog od vodećih svjetskih ekonomista. S obzirom da se ekonomija SAD našla u zamci likvidnosti, tj. u stanju u kome nije moguće dalje snižavati kamatne stope i generisati rast, većinsko stanovište je da u tom stanju monetarna politika postaje neefikasna i da se problem moraju rješavati mjerama fiskalne politike. Međutim, Krugman smatra da monetarna politika i u tim situacijama može biti efikasna ali pod uslovom da ekonomski agenti vjeruju da će na dug rok doći do povećanja opšteg nivoa cijena. Dakle, potrebno je da centralna banka bude posvećena generisanju inflacije. U suprotnom, monetarna politika neće imati efekta. Mišljenje Krugmana se zasniva na inter-temporalnoj alokaciji potrošnje. Ukoliko su cijene fiksne a nominalne kamatne stope na nultom nivou, monetarna politika je neefikasna. Međutim, ukoliko su cijene fleksibilne, monetarna politika može uticati na inter-temporalnu potrošnju utičući na sadašnji i budući nivo inflacije. Ukoliko se očekuje da će inflacija u narednom period rasti, ekonomski agenti će preferirati da troše više u sadašnjem trenutku nego u budućnosti.

5 Šain, 2010, str.2

6 Wen, 2014, p.243

Glavnu tačku Krugmanove analize čini zamka likvidnosti koja je uvijek proizvod nedovoljno kredibilne politike – vjerovanja javnosti da se trenutna monetarna ekspanzija neće održati.<sup>7</sup> Uprkos tome, i dalje postoje ekonomisti koji ne prihvataju mogućnost pojave zamke likvidnosti. Smatra se da je inflaciju lako generisati. Međutim, inflaciju je lako generisati ukoliko postoji neodgovorna monetarna vlast. Ukoliko je monetarna vlast odgovorna tokom dužeg vremena, kao što je slučaj BoJ i FED, onda se javljaju problemi prilikom pokušaja generisanja inflacije.<sup>8</sup> Rješenje takve situacije Krugman vidi i u kupovini rizične aktive što se podudara sa politikom kvantitativnih olakšica. U slučaju operacija na otvorenom tržištu, monetarna politika je neefikasna jer je nominalna kamatna stopa na nultom nivou i takva ekspanzija na strani ponude novca ne može stimulisati ekonomiju. Kada su kamatne stope na nultom nivou, ekonomski agenti su indiferentni da li će držati HoV ili novac jer ne donose kamatu te se stoga agenti odlučuju zanovac.

Sprovođenje politike kvantitativnih olakšica je iznjedrilo nekoliko pitanja. Do kada je ta politika adekvatna i kome pogoduje? Kregel navodi pitanje uticaja smanjenja prinosa na dugoročne HoV te time i na profit banaka. Naime, približavanjem prinosa na kratkoročne i dugoročne HoV utiče se na profit banaka jer su obaveze banaka kratkoročne a aktiva dugoročna. Moglo bi se reći da će domaćinstva koja duguju osjetiti korist ali da će i ta korist biti na neki način poništena niskim kamatnim stopama na depozite.<sup>9</sup>

Pogled na kvantitativne olakšice je dao i Toporovski poređenjem efekata koji su uticali na domaćinstva u SAD. Naime, autor je analizirao siromašnija domaćinstva koja su uglavnom ulagala u trajna dobra (kuće, stanovi, i sl.) i bogatija domaćinstva koja su ulagala u finansijsku aktivu. Statistički podaci pokazuju<sup>10</sup> da je potrebno mnogo više vremena da se cijene nekretnina vrate na nivo prije krize nego što je potrebno cijenama finansijske aktive. Iz ovoga se vidi da su krajnju korist izvukle bogatije porodice.

Postoji gledište da cilj kvantitativnih olakšica jeste očuvanje vrijednosti aktive, akcija i obveznica, kako bi se sačuvali bilansi finansijskih institucija, penzionih fondova i sl. i time zaštitilo bogatstvo svih građana. Ukoliko se štiti bogatstvo svih građana, koje je nejednako raspoređeno, može se zaključiti da je ovaj program kreiran da bi se takav sistem i očuvao. Volf (Wolff) u svojoj analizi distribucije neto bogatstva nalazi da je nejednakost u raspodjeli bogatstva pozitivno korelisana sa odnosom cijena akcija i cijena nekretnina.<sup>11</sup> Poslije ovoga istraživanja, javilo se još par istraživanja čiji je cilj bio davanje odgovora na pitanje ko je zaista najviše izgubio sprovođenjem politike kvantitativnih olakšica. Svi odgovori vode u jednom smjeru, a to je da su siromašnija domaćinstva koja imaju nekretnine i dugove na kraju podnijeli najveće gubitke.

---

7 Tropeano, 2012, p.4

8 Krugman, 2008,p.1

9 Kregel, 2009, p.15

10 Toporowski, 2008, p.7

11 Wolff, 2007, p.13



## 4. TRANŠMISIONI MEHANIZAM I EFEKTI KVANTITATIVNIH OLAKŠICA NA KAMATNE STOPE I BDP U RAZVIJENIM ZEMLJAMA (EMPIRIJSKI REZULTATI ZA SAD, JAPAN, VELIKU BRITANIJU IEMU)

S obzirom na relativno kratku istoriju sprovođenja strategije kvantitativnih olakšica, za sada ne postoji jedna koherentna teorija koja bi obuhvatila i sistematski objasnila efekte transmisije nekonvencionalne monetarne politike na realni i finansijski sektor. Ne postoji ni saglasnost oko broja kanala kroz koji se vrši transmisija. Saglasnost, naravno, postoji oko toga da se prilikom određivanja efekata transmisije moraju izolovati uticaj drugih mjera monetarne i fiskalne politike.

Signalni kanal predstavlja prvi kanala transmisije i odnosi se na očekivanje ekonomskih agenata da će i nakon ekonomskog oporavka kamatne stope ostati na niskom nivou. Te signale centralna banka šalje agentima kupovinom dugoročnih HOV što se tumači kako kredibilna posvećenost održavanju niskih kamatnih stopa. Ukoliko bi kasnije centralna banka pribjegli dizanju kamatnih stopa i sama bi pretrpjela gubitke po osnovu kupljene aktive. Naravno, signalni kanal ima veći uticaj na kamatne stope na srednji rok s obzirom da će posvećenost niskim kamatnim stopama trajati dok se ekonomija dovoljno ne oporavi i dok centralna banka ne bude u mogućnosti da proda akumuliranu aktivu.

Kanal likvidnosti predstavlja drugi kanala transmisije i odnosi se na povećanje likvidnosti kod investitora i smanjenje premije na likvidnost kod većine HoV. Posredstvom ovog kanala dolazi do povećanja prinosa na državne HoV s obzirom da kvantitativne olakšice smanjuju premiju na likvidnost<sup>12</sup>. Sprovođenje kvantitativnih olakšica treba da pozitivno utiče na bilanse finansijskih institucija i mogućnost finansiranja ekonomskih agenata.

Kanal supstitucije portfolija predstavlja treći kanala transmisije efekata kvantitativnih olakšica. Ovaj kanal se odnosi na promjenu strukture i vrijednosti portfolija imovine centralne banke koja dalje utiče na odluke ekonomskih agenata. Kod analize transmisije mjera monetarne politike važno je uzeti u obzir da kriva tražnje nije potpuno elastična s obzirom da heterogene grupe tržišnih učesnika preduzimaju investicije samo na određenom tržišnom segmentu. Činjenica da postoji imperfektna supstitucija aktive i tržišna segmentacija mijenja način na koji centralna banka sprovođenjem mjera kvantitativnih olakšica utiče na portfolio ekonomskih agenata. Kupovinom određene vrste imovine smanjuje se njena dostupnost ekonomskim agentima koji vrše rebalansiranje svojih portfolija kako bi i dalje ostali prisutni na određenom tržišnom segmentu. Supstitucija imovine dovodi do promjene kamatnih stopa i to utičući na premiju na ročnost i premiju neizmirenja obaveza. Smanjene ovih komponenti u konačnici utiče na pad kamatnih stopa povećavajući dostupnost kredita za domaćinstva i preduzeća čime se povećava potrošnja i investicije.<sup>13</sup> Inflatorni kanal se odnosi na očekivanja investitora u vezi uticaja politike kvantitativnih olakšica na nivo inflacije u budućem periodu. S druge strane, uticaj politike kvantitativnih olakšica se može posmatrati kao efikasan način u borbi protiv deflacije. Da bi se mogao ocijeniti uticaj politike kvantitativnih olakšica na inflaciju potrebno je posmatrati volatilitnost

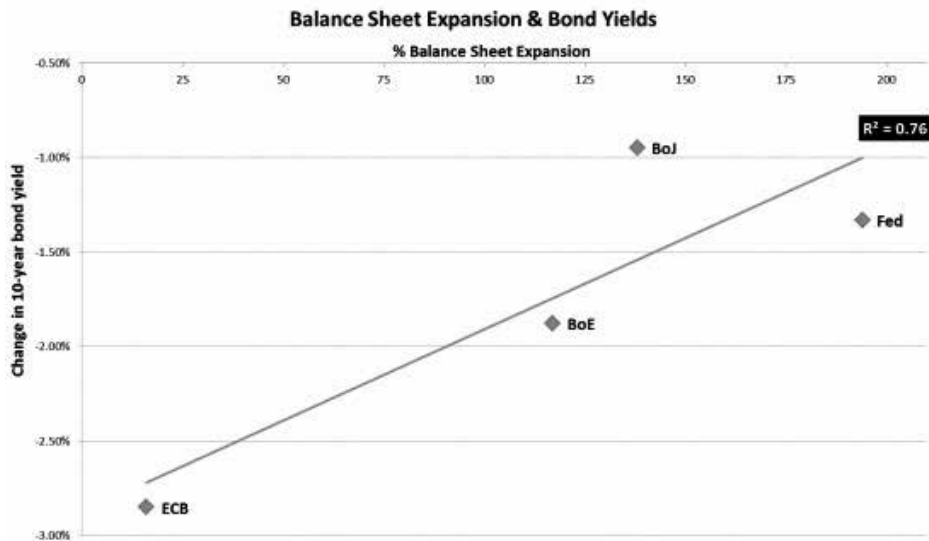
<sup>12</sup> Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, 2011, p. 220

<sup>13</sup> Janus, J, 2015, p. 12

kamatnih stopa. Posmatrajući inflacioni svop može se donijeti zaključak o očekivanom nivou inflacije tokom trajanja svop ugovora.

Što se tiče efekata kvantitativnih olakšica na BDP i kamatne stope, do sada su izvršena mnoga istraživanja koja su pokazala postojanje signifikantne veze između promjena u „iznosu” kvantitativnih olakšica i promjena u nivou BDP-a i kamatnih stopa. „Iznos” kvantitativnih olakšica predstavlja procentualnu promjenu bilansa centralne banke nakon početka sprovođenja politike kvantitativnih olakšica. Kao indikator kretanja kamatnih stopa se uzimaju prinosi na desetogodišnje vladine obveznice. Posmatrajući uticaj kvantitativnih olakšica na kamatne stope za SAD, EU, VB i Japan došlo se do sljedećih rezultata:

## ▶ GRAFIK 2. EFEKTI KVANTITATIVNIH OLAKŠICA NA KAMATNE STOPE

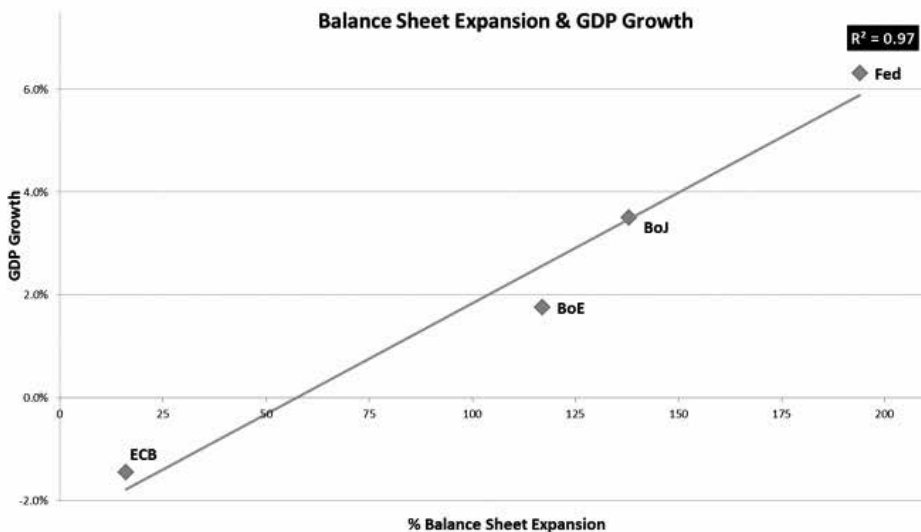


Izvor : <https://jeroenbloklandblog.files.wordpress.com/2014/08/r1.png>

Podaci sa grafika pokazuju iznenađujuće rezultate. Iznos kvantitativnih olakšica mje- ren promjenom bilansa centralne banke je obrnuto proporcionalan smanjenu prinosa na državne obveznice. ECB je bilo potrebno samo 15% ekspanzije bilansa da bi se prinos umanjio za 3% dok je FED uspio da snizi prinose samo za 1,3% uprkos ekspanziji bilan- sa u iznosu od 200% (početak posmatrana ovih podataka je 2008. godina). Koeficijent korelacije  $R = 0,87$  nam govori o stepenu linearne povezanosti podataka za četiri po- smatrane države/zajednice. Naravno, podaci sa gornjem grafiku ne ukazuju za uzročno- -posljedične veze koje su svakako kompleksnije strukture ali može da da osnov za dalju analizu koja bi trebala da otkrije faktore koji doprinose takvom različitom reagovanju stopa prinosa na politiku kvantitativnih olakšica.



GRAFIK 3. EFEKTI KVANTITATIVNIH OLAKŠICA NA BDP



Izvor : <https://jeroenbloklandblog.files.wordpress.com/2014/08/r1.png>

Grafik 3. pokazuje vezu između iznosa kvantitativnih olakšica i rasta BDP-a. Podaci se odnose na period od trećeg kvartala 2008. do 2014. godine. Veza je pozitivna i signifikantna i govori o pozitivnom uticaju kvantitativnih olakšicama rast BDP-a. Ekspanzija bilansa centralne banke od 25% dovodi do rasta BDP-a od 1%. Naravno, ovi rezultati se ne mogu posmatrati jednoznačno, samo kao rezultat efekata kvantitativnih olakšica nego se mora uzeti i širi kontekst i kompleksnost svake države/zajednice. Nedovoljno pozitivni rezultati koji su postignuti u EMU se mogu objašnjavati i postojanjem dužničke krize, specifičnosti odnosa i tržišta i sl. U posljednjim istraživanjima<sup>14</sup> koji se odnose na efikasnost kvantitativnih olakšica u EMU, postavlja se pitanje uticaja nekonvencionalnih mjera na inflaciju, BDP i nezaposlenost. S obzirom da je nivo inflacije ispod planiranog nivoa i da su očekivanja da će na tom nivou biti i narednom periodu, da inflatorna očekivanja tržišnih učesnika ima negativan pad, da je rast BDP niži od željenog i da najava produžetka kvantitativnih olakšica nije ubrzala smanjenje nezaposlenosti, postavlja se veliko pitanje da li je politika kvantitativnih olakšica rezultirala željnim efektima. S druge strane, istraživanja u okviru Bundesbanke<sup>15</sup> sugerišu da su vremenske serije podataka isuviše kratke da bi se na osnovu njih izvodili zaključci u vezi efekata na inflaciju i BDP. Stoga, istraživači se oslanjaju na simulacije efekata koji se postižu politikom kvantitativnih olakšica. I na tom polju ne postoji konsenzus koji model bi bio najbolji za simulaciju tako da se javljaju različiti rezultati. Međutim, zajedničko za izvedene simulacije je da politika kvantitativnih olakšica ima pozitivne efekte s tim da razlike postoje u procjeni veličine tih efekata. Autori se takođe slažu da postoji veća mjera neizvjesnosti u vezi efekata nekonvencionalnih mjera u odnosu na konvencionalne mjere monetarne politike.

14 Demertzis, et al, 2016, p.6

15 Deutsche Bundesbank, Monthly Report, June, 2016, pp. 38-39

## 5. EFEKTI PRELIVANJA KVANTITATIVNIH OLAKŠICA NA BIH I SRBIJU

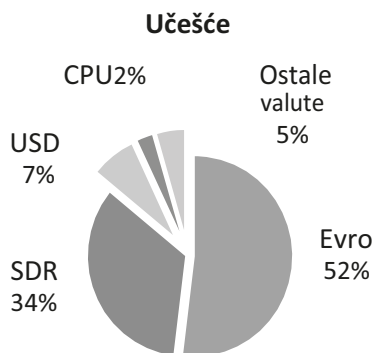
S obzirom na striktnu povezanost konvertibilne marke i evra, na samom početku se može zaključiti da BiH privreda dijeli sudbinu država članica EMU. S obzirom da je vrijednost dolara u odnosu na evro rasla nakon početka provođenja kvantitativnih olakšica od strane ECB mogli su se očekivati negativni uticaji na strani uvoza. Povećanje cijene energenata, nafte, gasa, žitarica i ostalih roba koje se plaćaju u dolarima negativno je uticalo na spoljnotrgovinski bilans. S druge strane, najveći trgovinski partneri BiH su Njemačka, Italija, Srbija, Hrvatska, Slovenija i Austrija tako da u toj razmjeni uticaj promjene kursa USD/EUR neće imati uticaja. Politika kvantitativnih olakšica je imala uticaj na trgovinsku razmjenu BiH sa državama koje nisu članice EMU tako što je u nekim slučajevima došlo do smanjenja relativne cijene dobara koje se izvoze iz BiH ali taj udio trgovine je znatno mali te se ne očekuju značajni pozitivni efekti.

Nadalje, spoljni dug BiH je u većem dijelu denominovan u evrima dok je manji dio duga denominovan u dolarima, SDR ili CPU. Prema podacima navedenim u Izvještaju o finansijskoj stabilnosti CBBH za 2015, spoljni dug na kraju 2015. je bio denominovan u evrima 51,9%, SDR 33,9%, dolarima 7,01%, CPU 2,5% 4,5% u ostalim valutama.

Na osnovu podataka o spoljnom dugu možemo zaključiti da politika kvantitativnih olakšica nije značajno uticala na povećanje spoljnog duga jer je veći dio duga denominovan u evrima a manji dio u dolarima i SDR. Ipak, da je došlo do značajnog rasta dolara u odnosu na evro, došlo bi i do povećanja spoljnog duga usljed povećanja vrijednosti dolara.

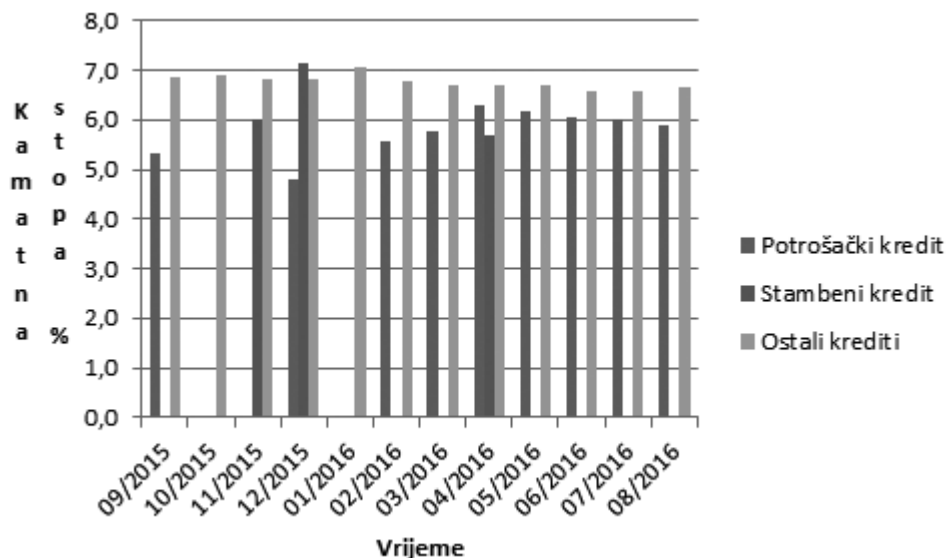
Ukoliko posmatramo prosječni nivo kamatnih stopa za kredite stanovništvu, potrošačke kredite i ostale kredite na rok do jedne godine i na rok do pet godina, možemo zaključiti da nije došlo do snižavanja kamatnih stopa što se može objasniti činjenicom da prilikom formiranja kamatnih stopa finansijske institucije najveći ponder daju kreditnom riziku.

► GRAFIK 4. VANJSKI DUG NA KRAJU 2015 IZRAŽEN U VALUTAMA



Izvor: Izvještaj o finansijskoj stabilnosti CBBH za 2015

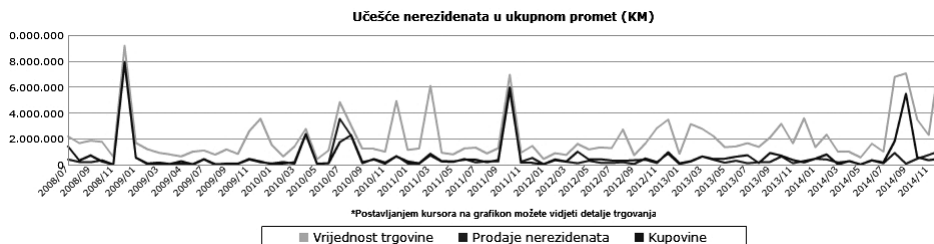
GRAFIK 5. PROSJEČNE KAMATNE STOPE NA KREDITE OD 1 DO 5 GODINA



Izvor: Centralna banka BiH

Dalje, na berzanskom tržištu nije došlo do povećanja interesovanja inostranih investitora za kupovinu HoV domaćih emitenata. Iako su kamatne stope na HoV koje izdaju RS i FBiH značajno više u odnosu na okruženje, to nije bio dovoljan razlog inostranim investitorima da svoj novac ulažu u BiH.

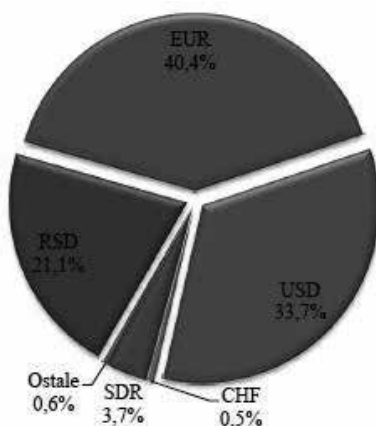
GRAFIK 6. UČEŠĆE NEREZIDENATA U UKUPNOM PROMETU HOV

Izvor: <http://www.crhovrs.org/>

Na osnovu gore navedenih podataka možemo zaključiti da nije bilo značajnih efekata preliivanja politike kvantitativnih olakšica na realni i finansijski sektor. Realni sektor je najviše vezan za područje EMU i zbog fiksnog kursa KM i EUR neće doći do relativne promjene cijena koje bi eventualno pogodovale izvozu. S druge strane, finansijsko tržište je dosta nerazvijeno i malo tako da ne uspijeva da privuče inostrane investitore da svoj novac ulažu u BiH.

Premda srpsko finansijsko tržište nije razvijeno, efekte kvantitativnih olakšica su osjetili domaći građani, direktno ili posredno. Uticaj kvantitativnih olakšica se prije svega ogleda kroz stanje javnog duga Srbije, i to dvojako. Zbog snažnog jačanja dolara u početnom periodu, što je direktna posljedica sprovođenja kvantitativnih olakšica od strane ECB, zaduženost Srbije je drastično povećana u 2015. s obzirom da je skoro trećina domaćeg javnog duga denominovana u dolarima. U prvih nekoliko mjeseci sprovođenja politike kvantitativnih olakšica vrijednost duga je povećana za skoro milijardu evra odnosno za oko tri odsto BDP-a usled jačanja dolara za desetak procenata. Nakon toga, dolazi do pozitivnih kursnih kretanja što umanjuje vrijednost dolarskog i dinarskog duga za oko 300 miliona evra.<sup>16</sup>

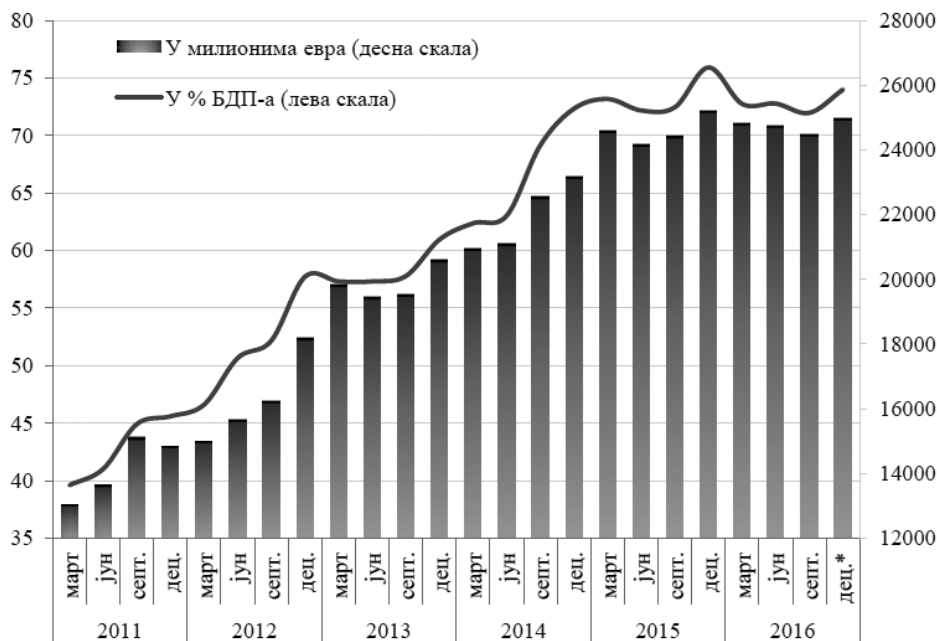
#### ► GRAFIK 7. VALUTNA STRUKTURA JAVNOG DUGA



Izvor: Ministarstvo finansija Republike Srbije, Uprava za javni dug

S druge strane, kvantitativne olakšice su pozitivno uticale na rast cijene (pad prinosa) dužničkih hartija emitovanih na srpskom tržištu bilo da su u pitanju dinarske ili hartije denominovane u evrima. Tako je, na primer, prinos na tromjesečnim državnim dinarskim zapisima sa preko sedam odsto na početku 2015. godine pao na oko 4% odsto, dok su 53-nedeljni državni zapisi sa preko osam odsto na početku 2015. godine pali na 6,39 odsto početkom juna 2015. Sličan trend registruju i trezorski zapisi i obveznice emitovane u evrima. Aukcije državnih evro hartija u maju 2015. donijele su sliku koja je bila nezamisliva svega godinu dana ranije. Prinos na 53-nedeljnim evro zapisima pao je neznatno ispod dva odsto, dok su dvogodišnje evro obveznice nosile zaradu od 2,87 odsto.

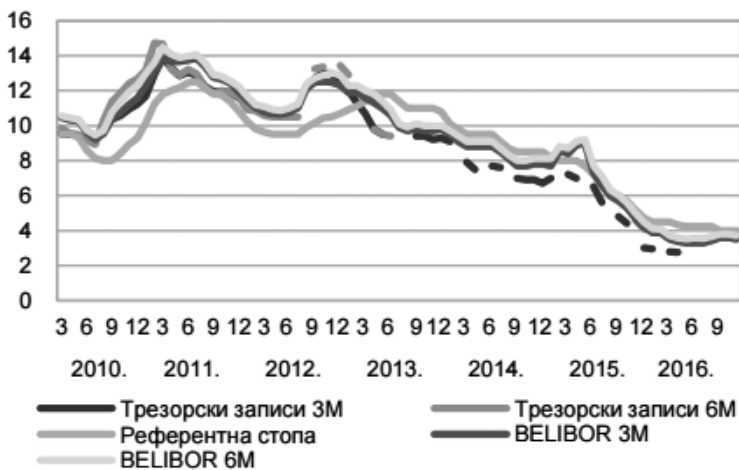
GRAFIK 8. JAVNI DUG REPUBLIKE SRBIJE 2011-2016



Izvor: Analiza Fiskalnog saveta na osnovu podataka Uprave za javni dug i RZS

GRAFIK 9. KAMATNE STOPE NA AUKCIJAMA DRŽAVNIH ZAPISA (MJESEČNI PROSJECI, U %)

(месечни просеци, у %)



Izvor: Министарство финансија Републике Србије.

Izvor: Министарство финансија Републике Србије

I dok su, kao i drugim zemljama, kvantitativne olakšice doprinijele obaranju prinosa na državne obveznice, slabljenje evra nije previše pomoglo jačanju izvoza Srbije. Prije svega jer su evrozona i ostale zemlje koje njoj gravitiraju glavna izvozna tržišta pa tu i nije bilo moguće ostvariti ovu komparativnu prednost. S druge strane, ostala tržišta gdje bi slabiji evro donio korist izvoznicima, prije svega Rusija, bila su pod snažnim uticajem drugih negativnih faktora (ukrajinska kriza, pad cijene nafte...) koji ne samo da nisu omogućili rast izvoza već ni održanje njegovog nivoa iz prethodnog perioda.

Jedna od posljedica kvantitativnih olakšica koja je direktno pogodila građane jeste nastava pada kamatnih stopa na štednju, što je trend koji će se nastaviti i ubuduće. Prosječna kamatna stopa na oročenu štednju u evrima na godišnjem nivou spustila se ispod dva odsto.

## 6. ZAKLJUČAK

Politika kvantitativnih olakšica se na primjeru SAD pokazala kao uspješna, a prvi rezultati govore da postoje pozitivni efekti i na ekonomiju članica EMU mada složenost tržišta i funkcionisanja evropske privrede onemogućavaju puni efekat sprovedenih mjera. Trenutno stanje ekonomskih indikatora u EMU budi sumnju u efikasnost mjera politike kvantitativnih olakšica te se javljaju nova istraživanja koja treba da ocijene efikasnost tih mjera. Iako postoje oprečna mišljenja oko motiva sprovođenja ove politike kao i različite distribucije efekata na bogate i siromašne, sigurno je da je ova politika doprinijela brzom oporavku najjačih ekonomija svijeta. Važno je naglasiti da je ova politika primjenljiva u državama sa kredibilnom monetarnom politikom i razvijenim finansijskim tržištem i institucijama kako bi dala najbolje rezultate. Pored toga, posebna pažnja se mora posvetiti vremenu i strategijama otpočinjanja primjene i napuštanja politike kvantitativnih olakšica. Sa aspekta BiH i Srbije, ova politika koju primjenjuje ECB nema značajnih efekata u finansijskom i realnom sektoru jer su ekonomije BiH i Srbije vezane najviše za EU tako da promjene u odnosu EUR/USD ne utiču značajno na trgovinske tokove. Ipak, određene efekte kvantitativne olakšice imaju na Srbiju s obzirom na valutnu strukturu javnog duga. Pored toga, u prethodnom periodu je došlo do značajnog pada kamatnih stopa na štedne depozite i kamatnih stopa na državne HoV čemu su sigurno doprinijele i kvantitativne olakšice koje sprovodi ECB. Intenzitet i značajnost tih uticaja bi mogao biti predmet posebnog istraživanja.

## LITERATURA

---

Blinder, A., 2010, Quantitative Easing, Entrance and Exit Strategies, CEPS Working Paper No.204

---

Demsrtzis, M. and Wolff, G.: The Effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchasing Program, Bruegel Policy Contribution, Issue 2016/10

---

Deutsche Bundesbank, Monthly Report, June, 2016

---

Fiskalni savet, Fiskalna kretanja: Godišnji izveštaj za 2015. godinu i analiza tekućih trendova, 2016

---

Flawley, B. and Neely, C., 2013, Four Stories of Quantitative Easing, Federal Bank of St. Louis, Review

---

Hiroshi, U., 2006, Effects of Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses, BoJ Working Papers

---

<http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/11/15/macro-policy-in-aliquidity-trap-wonkish>[Pristupljeno: 15/11/2017]

---

Janus, J., 2015, The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy, IER 57/2015,

---

Kregel, J., 2009, It's that „vision” thing, Why the Bailouts Aren't Working, and Why a New Financial System Is Needed, Public Policy Brief n.100, The Levy Institute of Bard College

---

Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, A., 2011, The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, Brookings Papers on Economic Activity

---

Šain, H., 2010, Kvantitativno olakšanje, Manager, HAS, Zagreb, 2010

---

Toporowski, J., 2008, The Economics and Culture of Financialization, Paper presented to the Workshop on Credit and Debt in Present Day Capitalism, University of Manchester, on the 14 March 2008.

---

Tropeano, D., 2012, Quantitative easing in the United States after the crisis: Conflicting views, Università degli Studi di Macerata

---

Wen, Y., 2014, When and How to Exit Quantitative Easing, Federal Bank of St. Louis, Review

---

Wolff E.N., 2007, Recent Trends in Household Wealth in the United States: Rising Debt and the Middle-Class Squeeze, The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No.502

---