

UDK 336.76

338.23:336.74

Izvorni naučni rad

SAVREMENI PROFIL POLITIKE OTVORENOG TRŽIŠTA

DAMIR ZAKLAN^{1*}

CONTEMPORARY PROFILE OF OPEN MARKET POLICY

Abstract: *A character of open market policy prevailing as the most important instrument of contemporary monetary policy is substantially different with basic economic groups of countries in the world. In advanced economies this instrument has been used on conventional way until the outbreak of global mortgage crisis and on unconventional one after that. In emerging market and developing economies represented by such better performing ones encompassed by acronym BRICS its use has continuously been having standard character. It implies relatively high reference interest rate, naturally accompanied by modest expansion of quantity of base money. Thereby, open market policy can influence by price and volume or only volume of transactions on money market and further links in transmission chain of monetary policy. Atypical application of given instrument consists of minimal, almost zero reference rate along with actual or potential enormous expansion of primary liquidity when it directly affects capital market and further final goals of money policy only by volume of transactions.*

Key words: *monetary policy, open market policy, advanced economies, BRICS economies.*

Sažetak: *Karakter politike otvorenog tržišta kao prevalentno najvažnijeg instrumenta savremene monetarne politike je bitno različit kod osnovnih ekonomskih grupacija zemalja u svijetu. U razvijenim zemljama se ovaj instrument do izbijanja globalne hipotekarne krize koristio na konvencionalan, a potom nekonvencionalan način. U zemljama u razvoju/tranziciji, reprezentovanim takvim ekonomski performansnijim obuhvaćenim akronimom BRICS njegova upotreba je kontinuirano imala standardan karakter. On podrazumijeva relativno visoku referentnu kamatnu stopu, prirodno praćenu umjerenom ekspanzijom mase primarnog novca. Pri tome, politika otvorenog tržišta može utjecati cijenom i obimom ili samo obimom transakcija na tržište novca i dalje karike u*

1 * Prof. dr Damir Zaklan, Ekonomski fakultet (Univerzitet "Džemal Bijedić"), Mostar.

transmissionom lancu monetarne politike. Atipičnost primjene datog instrumenta se sastoji u minimalnoj, skoro nultoj referentnoj kamatnoj stopi uz aktualnu ili potencijalnu enormnu ekspanziju primarne likvidnosti, kada on djeluje samo obimom transakcija, i to direktno na tržište kapitala, te dalje na krajnje ciljeve politike novca.

Ključne riječi: monetarna politika, politika otvorenog tržišta, razvijene zemlje, zemlje BRICS.

Uvod

Savremena monetarna politika koristi uglavnom politiku otvorenog tržišta kao ključni instrument. Njegovo dejstvo obično podrazumijeva relativno visoku referentnu kamatnu stopu, prirodno praćenu umjerenom ekspanzijom mase primarnog novca. Pri tome, dati instrument utječe (propisanom) cijenom i obimom ili samo obimom (odgovarajućih) transakcija na dalje karike u transmissionom lancu djelovanja monetarne politike na privredna kretanja.

Globalna hipotekarna kriza (u daljem tekstu, samo: kriza) je implicirala, čak i poslije svog (akutnog) prestanka, skoro neprekinuto do danas nekonvencionalnu politiku otvorenog tržišta u razvijenim zemljama (RZ) u smislu minimalne, skoro nulte referentne kamatne stope uz ostvarenu ili dopuštenu masivnu ekspanziju primarne likvidnosti u tim zemljama. Takva primjena ovog instrumenta, premda (ocijenjeno) kratkoročno neizbježna je (što se sve više pominje) dugoročno štetna zbog implicirajućih: redukcije kamatne margine i rentabilnosti komercijalnih banka, inhibiranja tržišta novca, distorzije tržišta kapitala u domenima (neposredne ili posredne) intervencije centralnih banaka, usporavanja usklađivanja privatnog i javnog sektora, te ugrožavanja izvorne - antiinflacione uloge monetarne vlasti. S druge strane, međunarodni difuzni učinak upotrebe ovog instrumenta u RZ nije doveo do njegove nestandardne upotrebe u zemljama u razvoju/tranziciji (ZuR/T) u (post)kriznim uslovima.

Ovaj rad predočava savremeni, heterogeni profil politike otvorenog tržišta kroz (sažeti) presjek njene primjene po relevantnim zemljama i grupacijama zemalja. Ona je tako analizirana sukcesivno za: Eurozonu, SAD, ostale RZ reprezentovane: Japanom, Velikom Britanijom i Kanadom, te zemlje BRICS: Brazil, Rusiju, Indiju, Kinu i Južnu Afriku ("Brazil, Russia, India, China, South Africa"), kao lidere ZuR/T po ekonomskoj performansnosti. U okviru RZ suprotstavljena je praksa korištenja datog instrumenta prije i poslije krize obuhvatajući period od 2003-13. g., koji pored kriznih (2007-09. g.) u jednakoj

mjeri uključuje pret- i postkrizne godine. U sklopu zemalja BRICS ta praksa je tretirana homogeno u istovjetnom ukupnom razdoblju.

Politika otvorenog tržišta u Eurozoni

Politika otvorenog tržišta kao najznačajniji instrument monetarne politike u Eurozoni, koju inače vodi tzv. Eurosistem (“Eurosistem”), sačinjen od Evropske Centralne Banke (“European Central Bank - ECB”) i centralnih banaka zemalja-članica te zone djeluje na dalje karike u transmissionom lancu politike novca na pripadajućem prostoru, kako *obimom*, tako i *cijenom* odgovarajućih transakcija.² Njihov najznačajniji vid su *REPO* operacije Eurosistema.³ Do izbivanja krize, one su dominantno bile u funkciji redovnog, a nakon toga, vanrednog obezbjeđenja likvidnosti.

Date redovne *REPO* operacije se dijele na one: a) sedmičnog roka, sa obavljanjem svake sedmice, inače kvalifikovane kao glavne (“main refinancing operations - MROs”) i; b) tromjesečnog roka, mjesečne frekvencije, nominovane kao (one) dužeg roka (“longer-term refinancing operations - LTROs”). Prvopomenute uključuju propisanu od Eurosistema fiksnu ili minimalnu kamatnu stopu za partnerske institucije u tim poslovima, dok su drugonavedene bez predestinirane stope, što znači da se ove potonje i one prethodne sa specificiranom minimalnom obavljaju djelatno po varijabilnim kamatnim stopama. Predmet posmatranih *REPO* transakcija mogu biti kako marketibilni, tako i nemarketibilni finansijski instrumenti.

U pretkriznom vremenskom okviru (ili onom od 2003-06. g.) dominirale su MROs vs. LTROs, obuhvatajući blizu 4/5 kreirane primarne likvidnosti putem tih

2 O osnovnim obilježjima (recentne) politike otvorenog tržišta u Eurozoni vidjeti šire u: ECB, The monetary policy of the ECB, Frankfurt, 2011, str. 93-99 i 104-107; ECB, The implementation of monetary policy in the euro area: General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, Frankfurt, 2011, str. 13-18 i 20-53; ECB, Annual Report - 2003, str. 74-84; 2004, str. 82-87; 2005, str. 88-93; 2006, str. 92-98; 2007, str. 96-104; 2008, str. 98-109; 2009, str. 98-106; 2010, str. 92-102; 2011, str. 80-87; 2012, str. 79-87 i; 2013, Frankfurt, str. 85-93, te; ECB, online - <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (20.4.2014. g.).

3 To podrazumijeva ne samo njihovu *brojnost* i *bruto-voluminoznost*, već i *neto-efekat* (“outstanding value”) u smislu takvog učešća ovih operacija u ukupnoj analognoj vrijednosti kreirane primarne likvidnosti Eurosistema kroz njegovu politiku otvorenog tržišta (uključujući u tu vrijednost i *primarne kredite* ove institucije), koje je iznosilo krajem svake (pojedinačne) godine od 2003-13.: 100%, 100%, 100%, 100%, 100%, 100%, 71%, 80%, 75%, 80% i 75%, respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu ECB, Monthly Bulletin - januar (sve pojedinačne godine od) 2004-14, Frankfurt.

operacija.⁴ Sve one su bile obavljene uz varijabilne kamatne stope, pri istaknutoj dominaciji marketibilnih (finansijskih) instrumenata kao kolateral⁵.

U (post)kriznom vremenskom segmentu, posebno po kulminaciji krize, odnosno od oktobra 2008. g., Eurosistem je predmetnim poslovima dao vanredni karakter: a) regulišući i cijenom LTROs, inače identično MROs;⁶ b) dopuštajući *nelimitiranu* (kolateralizovanu) kreaciju primarne likvidnosti kroz obe te vrste transakcija⁷; c) intenzivirajući (redovne) LTROs; d) ostvarujući REPO operacije dužeg roka pri dodatnim rokovima od: oko jednog mjeseca, te 6, 12 i 13 mjeseci, kao i 3 godine, te; d) proširujući listu kolateralizacijskih instrumenata⁸. U ovom periodu su primat u generisanju primarne likvidnosti preuzeli REPO poslovi u širokom rasponu dužeg roka vs. MROs, tvoreći 3/4 kreirane primarne likvidnosti putem obe te vrste transakcija.⁹ Pri tome je kod REPO operacija tog dužeg roka nastavljena dominacija marketibilnih (finansijskih) instrumenata u kolateralu, no u opadajućoj proporciji¹⁰.

Naznačeni REPO instrumenti su tendirali da po dvije bitne linije: (referentnom) kamatnom stopom i masom primarnog novca utječu na kamatnu stopu na tržištu jednodnevnog međubankarskog kredita, a preko nje na ukupno stanje tržišta novca i privrede Eurozone. U tom smislu je data kamatna stopa umanjena sa 2,75% na 2% (putem dvije odluke) u toku 2003. g., da bi ostala nepromijenjena u 2004. g., pa bila uvećana do 4,25% (na osnovu devet odluka) od decembra 2005. do oktobra 2008. g., te dalje do maja 2009. g. (temeljem sedam odluka) redukovana na 1%, a potom nakon stagnacije u 2010. g. bila podignuta u prvoj polovini 2011. g. (na osnovu dvije odluke) do 1,5% i konačno

4 Nedospjela ("outstanding") vrijednost MROs iznosila je koncem svake (pojedinačne) godine od 2003-06.: 84%, 78%, 78% i 73%, respektivno ukupne MROs i LTROs vrijednosti. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu ECB, Monthly Bulletin - januar (sve pojedinačne godine od) 2004-07, op. cit.

5 Udio *marketibilnih* instrumenata u ukupnom posmatranom kolateralu iznosio je (u prosjeku) čak 96% u 2006. g. Vidjeti: ECB, Annual Report 2007, op. cit., str. 102.

6 To je podrazumijevalo (propisanu) *fiksnu* kamatnu stopu.

7 To je značilo *puno* prihvatanje svih ponuđenih prodaja (odgovarajućih) vrijednosnih papira ("full allotment").

8 To je podrazumijevalo u prvom redu spuštanje donjeg praga boniteta (za Eurosistem) prihvatljivih vrijednosnih papira.

9 Nedospjela ("outstanding") vrijednost REPO transakcija u širokom opsegu dužeg roka iznosila je završetkom svake pojedine od 2007-13. g.: 42%; 73%; 92%; 57%; 83%; 92% i; 81%, respektivno ukupne MROs i LTROs vrijednosti. Izvor: Samostalni proračuni autora na osnovu ECB, Monthly Bulletin - januar (sve pojedinačne godine od) 2008-14, op. cit.

10 Proporcija *nemarketibilnih* instrumenata u ukupnom relevantnom kolateralu je narasla (u prosjeku) sa 10% u 2007. g. na 25% u 2013. g. Vidjeti: ECB, Annual Report - 2007, str. 102 i; 2013, str. 91, op. cit.

snižena na 0,15% (kroz šest odluka) u ostatku posmatranog perioda.¹¹ Premda po kulminaciji krize dopuštena, masivna ekspanzija primarnog novca u Eurozoni se nije dogodila zbog destimulativne poslovne klime i (nužnosti) razduženja privatnog, te konsolidacije fiskalnog sektora predmetne ekonomije.¹²

Politika otvorenog tržišta u SAD

Politika otvorenog tržišta kao najvažniji instrument savremene monetarne politike u SAD, koju inače vodi centralna banka te zemlje, nazvana Federalni rezervni sistem ("Federal Reserve System - FRS") djeluje *samo količinom* generisane primarne likvidnosti u transmissionom lancu politike novca.¹³ Najznačajnija manifestacija date politike otvorenog tržišta u analiziranom periodu su po snazi svog monetarnog efekta bile *jednokratne kupovine i prodaje vrijednosnih papira*¹⁴, dok su *REPO* transakcije do nastupanja krize, odnosno zadnjeg kvartala 2008. g.¹⁵ prednjačile po brojnosti upotrebe i njome impliciranoj ukupnoj (premda povratnoj) ekspanziji primarne likvidnosti¹⁶.

11 Vidjeti: ECB, online - op. cit.

12 Šta više, stepen povećanje mase primarnog novca u Eurozoni ne samo da nije bio povišen, već je čak snižen u (post)kriznom vremenskom okviru, odnosno od (kraja) 2008-13. g. (3,93%) nasuprot prethodnom vremenskom segmentu, od (konca) 2003-08. g. (12,39%). Izvor podataka: identičan onom u fusnoti ².

13 O bazičnim karakteristikama savremene politike otvorenog tržišta SAD vidjeti šire u: Board of Governors of the FRS, *The FRS Purposes and Functions*, Washington, 2005, str. 27-40; Board of Governors of the FRS, *Annual Report - 2003*, str. 4-7 i 34-36; 2004, str. 4-7 i 31-34; 2005, str. 5-6 i 34-35; 2006, str. 5-6 i 37-38; 2007, str. 3-5 i 59-62; 2008, str. 35-40 i 88-92; 2009, str. 35-45 i 86-95; 2010, str. 32-37 i 65-69; 2011, str. 33-40 i 76-81; 2012, str. 22-26 i 44-48 i; 2013, str. 19-22 i 44-48, Washington, te; Board of Governors of the FRS, online - <http://www.federalreserve.gov> (30.5.2014. g.).

14 Njihov udio u ukupno kreiranoj primarnoj likvidnosti u SAD kroz politiku otvorenog tržišta FRS u smislu participacije *nedospjele* ("outstanding") vrijednosti holdinga vrijednosnih papira date institucije u njenoj ukupnoj aktivni temeljenoj na predmetnoj politici (pridodajući toj aktivni i *primarne kredite* FRS) iznosio je istekom svake (pojedinačne) godine od 2003-13., izostavljajući 2008. g. (kao jedinu u kojoj su primarni krediti FRS imali prevagu): 94%, 95%, 94%, 95%, 88%, 87%, 94%, 98%, 100% i 100%, respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu Board of Governors of the FRS, *Federal Reserve Statistical Release - 02.01.2004.; 06.01.2005.; 05.01.2006.; 04.01.2007.; 03.01.2008.; 02.01.2009.; 07.01.2010.; 06.01.2011.; 05.01.2012.; 03.01.2013. i; 02.01.2014.*, Washington.

15 Od tog kvartala ti poslovi počinju da se redukuju, da bi sasvim iščezli koncem 2008. g. Izvor podataka: Federal Reserve Bank of New York (FRBNY), *Domestic Open Market Operations During - 2008*, str. 9; 2009, str. 6; 2010, str. 1; 2011, str. 33; 2012, str. 2 i; 2013, str. 2. (Report to Federal Open Market Committee - FOMC), New York.

16 Njihov udio u *ukupno* kreiranoj primarnoj likvidnosti u SAD putem politike otvorenog tržišta FRS bio je u svakoj (pojedinačnoj) godini od 2003-08.: 98%, 97%, 99%, 98%, 100% i 98%, respektivno (da bi potom (kako je navedeno) spao na 0%). Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu Board of Governors of the FRS (sve pojedinačne godine od) 2003-13, op. cit.

Predmet jednokratnih kupovina i prodaja vrijednosnih papira od strane FRS su do krize činili isključivo oni izdanja centralne državne vlasti. U (post)kriznom razdoblju, u dati portfelj ulaze vrijednosni papiri izdanja (nekih) agencija te vlasti iz oblasti stanovanja (od 2008. g.), te hipotekarne obveznice garantovane od (pojedinih) takvih agencija (od 2009. g.) ne derogirajući pri tome svojom ukupnom vrijednošću većinski primat prvobitno prisutnih papira, izuzev u 2009. i 2010. g.¹⁷.

REPO operacije u okviru razmatrane politike (ostvarivane, kako je prethodno navedeno zaključno sa decembrom 2008. g.) su predominantno realizovane kroz: a) kratkoročne, skoro svakodnevno prisutne, roka dospjeća od najčešće jednog do najviše 6 dana¹⁸ i; b) dugoročne, roka dospjeća preko zadnjenavedenog, najčešće (onog) od 14 dana, i to (redovno) realizovane svake sedmice¹⁹. Kolateral svih tih poslova²⁰ su činile dominantno obveznice centralne državne vlasti, a manjim dijelom one njenih odgovarajućih agencija i navedene hipotekarne²¹.

Predočeni instrumenti politike otvorenog tržišta su do kulminacije krize u zadnjem kvartalu 2008. g. bili u funkciji postizanja operativnog targeta politike novca SAD izraženog kamatnom stopom na tržištu jednodnevnog međubankarskog kredita. No, njegovo određenje u decembru 2008. g. u formi *raspona* od 0-0,25%²², nakon čega je došlo do kreacije *enormne primarne likvidnosti*, koja je tako skoro 6 puta brže (prosječno) rasla u periodu od (kraja) 2008-13. g. (6,58%) nego od (konca) 2003-08. g. (1,12%)²³ značilo je *direktan* utjecaj posmatrane politike na *dugoročno* finansijsko tržište (u njegovim segmentima pomenutih obveznica),

17 Krajem 2008. g., obveznice centralne državne vlasti su obuhvatale čak 96%, a one relevantnih agencija samo 4% datog portfelja. Nakon toga su koncem svake (pojedinačne) godine od 2011-13., u tom portfelju obveznice centralne državne vlasti participirale sa oko 3/5 (63%, 62% i 59%, respektivno), naznačene hipotekarne sa oko 1/3 (32%, 35% i 40%, respektivno), a navedenih agencija sa minornim ostatkom (4%, 3% i 2%, respektivno). No, istekom 2009. g., učešća obveznica centralne državne vlasti, datih agencija i hipotekarnih obveznica su bila: 42%, 9% i 49%, respektivno, a (onog) 2010. g.: 47%, 7% i 46%, respektivno. Izvor podataka: identičan onom navedenom u fusnoti ¹³.

18 Vidjeti: FRBNY, Domestic Open Market Operations During - 2003, str. 11; 2004, str. 13; 2005, str. 11; 2006, str. 15; 2007, str. 17 i; 2008, str. 8. (Report to FOMC), op. cit.

19 Vidjeti: FRBNY, Domestic Open Market Operations During - 2003, str. 14; 2004, str. 17; 2005, str. 14; 2006, str. 18; 2007, str. 18 i; 2008, str. 9. (Report to FOMC), New York.

20 Među njima su dominirali oni *kratkoročni* tvoreći 7/10 vrijednosti svih tih operacija u relevantnom razdoblju. Izvor podatka: Samostalni proračun autora na osnovu - FRBNY, Domestic Open Market Operations During - (sve pojedinačne godine od) 2005-08 (Report to FOMC), op. cit. i; Board of Governors of the FRS, Annual Report (sve pojedinačne godine od) 2005 -08, op. cit.

21 Obveznice centralne državne vlasti su obuhvatale 2/3 datog kolaterala. Izvor podatka: Samostalni proračun autora na osnovu FRBNY, Domestic Open Market Operations During - 2005; 2007 i; 2008 (Report to FOMC), op. cit.

22 Vidjeti Board of Governors of the FRS, online - op. cit.

23 Izvor podataka: Board of Governors of the FRS, Federal Reserve Statistical Release - 02.01.2004.; 05.01.2006.; 03.01.2008.; 07.01.2010.; 05.01.2012. i; 02.01.2014., op. cit.

odnosno (relevantne) kamatne stope na tom tržištu, te ostale *krajnje* ciljeve date politike.

Politika otvorenog tržišta u ostalim RZ

U ostalim RZ, koje reprezentuju: Japan, Velika Britanija i Kanada, kao preostale zemlje (mimo onih obuhvaćenih Eurozonom (Njemačke, Francuske, te Italije) i SAD) iz grupacije G-7, politika otvorenog tržišta je najznačajniji instrument njihove recentne monetarne politike. On djeluje (uz izuzetak V. Britanije u jednom dijelu pretkriznog perioda) *samo obimom* transakcija na transmisioni lanac politike novca.

U Japanu se politika otvorenog tržišta dominantno manifestuje u vidu *jednokratnih kupovina i prodaja vrijednosnih papira* od strane centralne banka te zemlje (“Bank of Japan - BoJ”)²⁴, i to skoro isključivo onih javnog izdanja²⁵. Taj instrument je u analiziranom periodu bio primarno usmjeren ka operativnom targetu monetarne politike date zemlje, koji je najprije bio izražen masom transakcionih depozita kod BoJ, pa kamatnom stopom na jednodnevne međubankarske kredite, te; naposljetku rastom monetarne baze.²⁶ Formulisanje drugopomenutog targeta u formi *raspona* od 0-0,1% u periodu od oktobra 2010. do aprila 2013. g. je impliciralo de facto napuštanje te veličine u operativnom dejstvu odnosno monetarne politike, usmjeravajući je tako *direktno* ka domaćem *dugoročnom* finansijskom tržištu, te dalje njenim *krajnjim* ciljevima, u cjelini. Predmetni instrument je doprinjeo saglasno opštem, nedovoljno robusnom kursu domaće politike novca u periodu od 2003-12. g. (prosječno) niskom intenzitetu kumulacije *monetarne baze* (2,31%), da bi nakon toga, u 2013. g. u skladu sa bitno ofanzivnijim dejstvom te politike došlo do *eruptivnog* povećanja navedenog agregata (46,58%).²⁷

24 Njihov (relativni) impakt u smislu proporcije *nedospjele* (“outstanding”) vrijednosti holdin-ga vrijednosnih papira kod BoJ u ukupnoj aktivni ove ustanove zasnovanoj na politici otvorenog tržišta (uključujući u tu aktivni i *primarne kredite*) date centralne banke iznosio je istekom svake (pojedinačne) godine od 2003-13.: 94%, 95%, 97%, 75%, 69%, 62%, 63%, 65%, 72%, 80% i 88%, respektivno. Ostale transakcije otvorenog tržišta, one REPO su ostvarile primjetno istovrsno učešće u 2008. g. (14%), zasnivajući se uglavnom (69%) na kolateralu javnih obveznica. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoJ, Statistics - <http://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm> (26.3.2014. g.).

25 Participacija *nedospjele* (“outstanding”) vrijednosti tih papira u ukupnoj takvoj cjelokupnog portfelja vrijednosnih papira BoJ se kretala u razmatranom vremenskom okviru od 93% (2012. g.) do 98% (2003-10. g.). Izvor podataka: Op. cit.

26 Vidjeti: BoJ, online - <https://www.boj.or.jp/en> (17.6.2014. g.).

27 Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoJ, Statistics - op. cit.

U Velikoj Britaniji je politika otvorenog tržišta u početku sagledavanog razdoblja bila dominantno zasnovana na *REPO* operacijama domaće centralne banke (“Bank of England - BoE”), u prosjeku dvosedmičnog roka²⁸ sa centralnim značenjem (u sklopu tog instrumenta) propisane od navedene institucije stope po kojoj se obavljaju njeni takvi poslovi - tzv. REPO stope kao referentne kamatne stope u tretiranoj zemlji u naznačenom vremenskom okviru. U avgustu 2006. g., tu stopu je zamijenila ona po kojoj banke ostvaruju prinos na svoje transakcione depozite kod BoE, djelujući od tada kao operativni target monetarne politike date zemlje uz REPO operacije, istina smanjenog (mada i dalje dominantnog) intenziteta u okviru predmetne politike otvorenog tržišta²⁹, i to prvenstveno takve poslove dužeg roka³⁰, sa “price-taker” pozicijom BoE u sklopu njih i skoro jednakim učešćem obveznica privatnog i javnog izdanja u sastavu kolaterala tih transakcija³¹. Od marta 2009. g. kada navedeni target doseže po ocjeni BoE (svoju) minimalnu vrijednost, gubeći tako uz prateće REPO operacije operativni značaj za domaću politiku novca, instrumentalni primat stiče politika otvorenog tržišta u vidu *jednokratnih kupovina i prodaja vrijednosnih papira* od strane BoE³², inače skoro isključivo tipa domaćih dugoročnih državnih obveznica (“Asset Purchase

28 Njihov impakt u smislu udjela *nedospjele* (“outstanding”) vrijednosti tih operacija u analognoj vrijednosti ukupno kreiranih *bankarskih primarnih depozita* putem politike otvorenog tržišta (pridodajući toj (potonjoj) vrijednosti i *primarne kredite*) BoE iznosio je krajem marta svake (pojedinačne) godine od 2003-06.: 99%, 94%, 99% i 100%, respektivno. (Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoE, Statistics – <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Pages/default.aspx> (26.3.2014. g.)). Istovrsni impakt REPO poslova sa aspekta emitovanih *novčanica BoE* bio je koncem februara navedenih godina: 55%, 59%, 60% i 64%, respektivno. (Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoE, Annual Report - 2004 i; 2006, London).

29 Naznačeni impakt tih transakcija u pogledu *bankarskih primarnih depozita* iznosio je završetkom februara svake (pojedinačne) godine od 2007-09.: 82%, 62% i 99%, respektivno, a emitovanih *novčanica BoE*: 65%, 39% i 20%, respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoE, Statistics - op. cit. i BoE, Annual Report - 2008 i; 2009, London.

30 Njihova proporcija u posmatranim REPO operacijama iznosila je: 30%, 56% i 100% istekom svake (pojedinačne) godine od 2006-08., respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu: BoE, Statistics - op. cit.

31 Obveznice *javnog* izdanja su obuhvatile 60%, 40% i 48% (a *privatnog* ostatak) vrijednosti ukupnog kolaterala datih REPO poslova krajem svake (pojedinačne) godine od 2006-08., respektivno. Izvor podataka: Op. cit.

32 Njihov relevantni impakt sa aspekta *bankarskih primarnih depozita* iznosio je koncem februara svake (pojedinačne) godine od 2010-14.: 94%, 92%, 95%, 97% i 97%, respektivno, dok je sa aspekta emitovanih *novčanica BoE* bio oko 10%. Potonji podatak ne derogira (pomenuti) primat navedenih poslova otvorenog tržišta, s obzirom na to da je participacija novčanica u ukupno emitovanoj primarnoj likvidnosti BoE niska, ilustracije radi svega 13,5% završetkom februara 2014. g. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu - BoE, Statistics - op. cit. i BoE, Annual Report - 2010; 2012 i; 2014, London.

Facility - APF”)³³. BoE poslovi otvorenog tržišta djeluju od tada *direktno* prema *dugoročnom* finansijskom tržištu odnosno zemlje, te dalje *krajnjim* ciljevima njene monetarne politike implicirajući (u prosjeku) skoro *dvostruko* snažnije povećanje mase *primarnog novca* od 2008-13. (30,39%) nego od 2003-08. g. (18,16%)³⁴.

U Kanadi je u obuhvaćenom vremenskom okviru politika otvorenog tržišta bila predominantno zasnovana na *jednokratnim kupovinama i prodajama vrijednosnih papira*, i to onih državnog izdanja od strane centralne banke te zemlje (“Bank of Canada - BoC”), uz relativni izuzetak kriznih - 2008. i 2009. g., kada je prevalentnost tih transakcija bila slabija, mada takođe prisutna,³⁵ uz tada nešto zamjetnije REPO operacije³⁶. Politika otvorenog tržišta je u ovoj zemlji primarno bila usmjerena ka postizanju operativnog targeta domaće monetarne politike, manifestovanog kamatnom stopom na tržištu jednodnevnog REPO kredita. Njegova po ocjeni BoC minimalna vrijednost od decembra 2007. do aprila 2009. g. (0,25%)³⁷, te zapravo takva (najviše 1%) u potonjem razdoblju³⁸ je implicirala *direktno* dejstvo politike novca date zemlje prema *dugoročnom* finansijskom tržištu, te dalje *krajnjim* ciljevima ove politike. Pri tome je portfelj *dugoročnih* vrijednosnih papira BoC izrazito ekspandirao, po (prosječnoj) stopi od 16,58% od (konca) 2008-13. g., potpuno oprečno periodu od (kraja) 2003-08. g., u kojem je stagnirao, pri čemu nije došlo do bržeg, već čak (višestruko) sporijeg rasta mase primarnog novca u prvonavednom versus drugopomenutom vremenskom segmentu (2,87% i 12,35%, respektivno)³⁹.

33 One su činile: 99%, 99%, 100%, 100% i 100% ukupne vrijednosti APF portfelja BoE istekom svake (pojedinačne) godine od 2009-13., respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu: BoE, Statistics - op. cit

34 Izvor podataka: Op. cit.

35 Impakt naznačenih transakcija u smislu učešća njihove *nedospjele* (“outstanding”) vrijednosti u analognoj vrijednosti ukupno kreirane primarne likvidnosti putem politike otvorenog tržišta (uključujući u tu (potonju) vrijednost i *primarne kredite*) BoC iznosio je krajem svake (pojedinačne) godine od 2003-13.: 100%, 100%, 100%, 100%, 93%, 52%, 64%, 97%, 98%, 98% i 98%, respektivno. (Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoC, Banking and Financial Statistics - oktobar 2007; decembar 2010 i; juni 2014, Ottawa). Unutar datih operacija, prevagu su imali oni sa predmetom *dugoročnih* papira, čiji je udio u analiziranom periodu varirao od 57% (kraj 2010. g.) do 76% (konac 2013. g.). (Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoC, Banking and Financial Statistics - juni 2014, op. cit.).

36 Naznačeni impakt tih poslova iznosio je istekom 2008. i 2009. g.: 45% i 36%, respektivno (s tim da je bio najveći u januaru 2009. g.: 47%). Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoC, Banking and Financial Statistics - oktobar 2007; decembar 2010 i; juni 2014, op. cit.

37 Vidjeti: BoC, online - <http://www.bankofcanada.ca> (03.7.2014. g.).

38 Izvor podataka: Op. cit.

39 Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu BoC, Banking and Financial Statistics - oktobar 2007; decembar 2010 i; juni 2014, op. cit.

Politika otvorenog tržišta u zemljama BRICS

Zemlje BRICS (Brazil, Rusija, Indija, Kina i Južna Afrika) karakteriše dominantno politika otvorenog tržišta kao glavni instrument monetarne politike u njima. On kontinuirano djeluje *konvencionalnim* putem, pri čemu uglavnom *samo količinom* kreirane primarne likvidnosti.

Politika otvorenog tržišta kao ključni instrument politike novca u Brazilu se u toku analiziranog razdoblja predominantno manifestovala *jednokratnim kupovinama i prodajama vrijednosnih papira*, i to onih državnog izdanja, uz relativni izuzetak 2005. i 2012. g., kada je prevalentnost tih transakcija bila nešto slabija (u korist REPO operacija), mada takođe izrazita.⁴⁰ Ti instrumenti su primarno bili usmjereni ka postizanju operativnog targeta politike novca u ovoj zemlji, izraženog kamatnom stopom na tržištu jednodnevnog međubankarskog REPO kredita, varirajućom u rasponu od 7,25-26,5% u sagledavanom razdoblju⁴¹.

U Rusiji je u tretiranom periodu politika otvorenog tržišta bila *marginalno* korištena, zamjetnije tek na njegovom kraju (2012. g.), i to u funkciji generisanja primarne likvidnosti kroz REPO operacije domaće centralne banke⁴². Opredjeljenje ove zemlje za prihvatanjem direktnog targetiranja inflacije (u 2015. g.), te sa tim u vezi promjena operativnog okvira njene monetarne politike u septembru 2013. g., kada je kao referentna kamatna stopa utvrđena ona koju propisuje domaća centralna banke kao minimalnu pri njenim REPO poslovima roka od 7 dana implicira jačanje važnosti politike otvorenog tržišta u transmissionom mehanizmu politike novca Rusije.⁴³

Politika otvorenog tržišta kao ključni instrument monetarne politike u Indiji se dominantno ogledala u *jednokratnim kupovinama i prodajama vrijednosnih*

40 Impakt naznačenih transakcija u smislu proporcije njihove *nedospjele* ("outstanding") vrijednosti u analognoj vrijednosti ukupno kreirane primarne likvidnosti putem politike otvorenog tržišta (pripisajući toj (potonjoj) vrijednosti i *primarne kredite*) centralne banke Brazila iznosio je koncem svake (pojedinačne) godine od 2003-13.: 99%, 98%, 89%, 100%, 100%, 98%, 100%, 98%, 97%, 85% i 100%, respektivno. Unutar datih operacija, prevagu su od 2003-05. g. imali one sa predmetom odgovarajućih kratkoročnih (uz proporciju od 51-59%), a od 2006-13. g. dugoročnih vrijednosnih papira (participacije od 57-90%). Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu Banco Central do Brasil (BCB), Financial Statements - 2004; 2005; 2007; 2009; 2011 i; 2013, Brasilia.

41 Vidjeti: BCB, online – <http://www.bcb.gov.br/pt-br/paginas/default.aspx> (09.7.2014. g.).

42 Učešće tih poslova u ukupnoj od strane centralne banke te zemlje samostalno kreiranoj primarnoj likvidnosti iznosilo je 93% u 2012 g. Izvor podataka: Samostalni proračun autora na osnovu Bank of Russia, Annual Report 2012, Moscow.

43 Vidjeti: Bank of Russia, online - <http://www.cbr.ru/eng> (08.9.2014. g.).

papira, i to onih državnog izdanja⁴⁴, kao podrške relevantnim (oficijelnim) kamatnim stopama, od kojih nijedna nije imala značenje referentne, varirajućim u rasponu od 3,25-9% u obuhvaćenom vremenskom okviru⁴⁵. U maju 2011. g. se uspostavlja novi operativni okvir politike novca u ovoj zemlji kojim se kamatna stopa kod jednodnevnih REPO transakcija domaće centralne banke - REPO stopa ustanovljava kao referentna, inače u ostatku analiziranog perioda mijenjajuća u opsegu od 7,25-8,5%, a kamatna stopa na tržištu jednodnevnog međubankarskog kredita kao operativni target date politike.⁴⁶

Politika otvorenog tržišta kao ključni instrument monetarne politike u Kini se u sagledavanom periodu, obilježenom eskalatornim rastom deviznih rezervi u toj zemlji⁴⁷ pretežno manifestovala *emisijom blagajničkih zapisa njene centralne banke*, i to onda kada je rast navedenih deviznih rezervi bio znatniji⁴⁸, a kroz *REPO* operacije date centralne banke u funkciji generisanja likvidnosti⁴⁹ (u rijetkim godinama) kada je rast rezervi bio blaži⁵⁰. Taj instrument je primarno djelovao na odabrane monetarne agregate kao intermedijarni target politike novca u promatranoj zemlji, dominantno obimom (odgovarajućih) poslova.⁵¹

U Južnoj Africi se u toku razmatranog razdoblja politika otvorenog tržišta kao ključni instrument domaće monetarne politike uglavnom ogledala u *REPO*

44 Primjera radi, one su činile oko 4/5 autonomno od domaće centralne banke *generisane* primarne likvidnosti u 2005., te (u istom relativnom obimu) *apsorbovane* takve likvidnosti u 2007. g. u datoj zemlji. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu Securities Trading Corporation of India Limited, Reserve Bank of India (RBI)'s Balance Sheet and Liquidity Management, Mumbai, 2012, str. 9.

45 Te stope su do (potonje elaboriranih) najnovijih promjena bile *eskontna* (u rasponu od 6-6,25%), te stopa na *REPO* (u opsegu od 4,75-9%) i *inverzne REPO* transakcije RBI (u rasponu od 3,25-6,25%). Vidjeti: RBI, online - <http://www.rbi.org.in/home.aspx> (17.9.2014. g.).

46 Vidjeti: Op. cit.

47 On se odvijao po (prosječnoj) stopi od 26,56%. Izvor podataka: Samostalni proračun autora na osnovu People's Bank of China (PBC), Annual Report 2013, [Beijing](#) and [Shanghai](#).

48 Navedeni instrument je participirao sa 3/4 u apsorbovanju primarne likvidnosti od 2003-06. g. u tretiranoj zemlji. Vidjeti: PBC, Monetary Policy Report 2006 - Quarter Four, [Beijing](#) and [Shanghai](#), str. 12.

49 O tome vidjeti u: PBC, Annual Report 2012, [Beijing](#) and [Shanghai](#), str. 27.

50 To su bile godine od 2010-12., sa stopama rasta - deviznih rezervi: 18,7%, 11,7% i 4,1%, te; količine primarnog novca: 28,7%, 21,2% i 12,3% u tim godinama, respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu PBC, Annual Report - (sve pojedinačne godine od) 2010-12, [Beijing](#) and [Shanghai](#) i; PBC, Statistics - <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/958/index.html> (28.9.2014. g.).

51 Vidjeti: PBC, online – <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/984/index.html> (28.9.2014. g.).

transakcijama centralne banke ove zemlje⁵², sa centralnim značenjem (u sklopu tog instrumenta) propisane od strane te institucije stope po kojoj se obavljaju njene takve operacije - tzv. REPO stope kao referentne, uz njeno variranje u rasponu od 5-13,5%.⁵³ Samo su u periodu od 2003-05. g., u predmetnoj politici otvorenog tržišta prevladavale jednokratne kupovine i prodaje vrijednosnih papira⁵⁴, dominantno državnog izdanja⁵⁵. Naznačeni instrumenti su primarno bili usmjereni ka regulaciji kamatnih stopa na domaćem tržištu novca.

Zaključak

Politika otvorenog tržišta kao prevalentno najvažniji instrument savremene monetarne politike je signifikantno različito profilirana kod osnovnih ekonomskih grupacija zemalja u svijetu: RZ i ZuR/T. U prvopomenutoj se dati instrument do krize koristio na standardan, a po njenoj kulminaciji, skoro kontinuirano do danas na nestandardan način. Kod drugonavedene, njegova upotreba je permanentno imala konvencionalan karakter. On podrazumijeva relativno visoku referentnu kamatnu stopu, prirodno praćenu umjerenom ekspanzijom mase primarnog novca. Pri tome, politika otvorenog tržišta može djelovati cijenom i obimom ili samo obimom (odgovarajućih) transakcija na tržište novca, te preko njega na ostatak finansijskog, te naposljetku realni sektor ekonomije. Nekonvencionalnost primjene predmetnog instrumenta se sastoji u minimalnoj, skoro nultoj referentnoj kamatnoj stopi, uz aktualnu ili potencijalnu enormnu ekspanziju primarne likvidnosti, pri čemu on djeluje samo obimom transakcija, i to direktno na dugoročno finansijsko tržište, te dalje na krajnje ciljeve monetarne politike.

U Eurozoni, politika otvorenog tržišta se dominantno ispoljava kroz REPO operacije Eurosisistema djelujući kako propisanom kamatnom stopom, tako i obimom tih poslova. U SAD se prevalentno manifestuje jednokratnim kupovinama i prodajama vrijednosnih papira od strane domaće centralne banke

52 Impakt tih operacija u smislu udjela njihove *nedospjele* ("outstanding") vrijednosti u analognoj vrijednosti ukupno kreirane primarne likvidnosti putem politike otvorenog tržišta (uključujući u tu (potonju) vrijednost i *primarne kredite*) domaće centralne banke iznosio je završetkom svake od 2003-13. g.: 43%, 46%, 48%, 55%, 57%, 55%, 57%, 65%, 70%, 76% i 76%, respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu South African Reserve Bank (SARB), Financial Statements - (sve pojedinačne godine od) 2003-13., Pretoria.

53 Vidjeti: SARB, online – <https://www.resbank.co.za/Pages/default.aspx> (15.7.2014. g.).

54 Njihov naznačeni impakt iznosio je u navedenim godinama: 55%, 53% i 50%, respektivno. Izvor podataka: Samostalni proračuni autora na osnovu SARB, Financial Statements - op. cit.

55 Njihova proporcija u ukupnom portfelju vrijednosnih papira SARB varirala je u cjelokupnom obuhvaćenom vremenskom okviru od 85% (u 2013. g.) do 98% (godine od 2003-05.). Izvor podataka: Op. cit.

ostvarujući učinak samo količinom kreirane primarne likvidnosti. U ostalim RZ, reprezentivnim: Japanom, V. Britanijom i Kanadom djeluje u osnovi identično kao u SAD uz izuzetak V. Britanije u kojoj se do marta 2009. g. pretežno iskazivala REPO transakcijama, pri čemu do avgusta 2006. g. uz propisanu kamatnu stopu tih operacija kao referentnu u ovoj zemlji.

U RZ tipično dejstvo politike otvorenog tržišta zamjenjuje atipično po kulminaciji krize, nakon čega se referentna kamatna stopa minimizira, odnosno uspostavlja na nivou od, u: Eurozoni 0,15%; SAD 0-0,25%; Japanu 0-0,1%; V. Britaniji 0,25% i; Kanadi 0,25% do najviše 1%. Pri tome je u SAD masa primarnog novca rasla skoro 6, a u V. Britaniji blizu 2 puta brže nego u ranijem periodu. U Japanu je u 2013. g. taj agregat ekspandirao čak 20 puta intenzivnije nego u prethodnom vremenskom okviru. Monetarna vlast Eurozone je dopustila nelimitiranu (kolateralizovanu) kreaciju primarne likvidnosti, premda ona nije rasla brže, već sporije versus ranijem razdoblju. Isti kurs te likvidnosti je karakterisao i Kanadu, s tim da je kod nje došlo do snažne kumulacije portfelja dugoročnih vrijednosnih papira kod domaće centralne banke nasuprot njegovoj prethodnoj stagnaciji.

U zemljama BRICS politika otvorenog tržišta je uglavnom najznačajniji instrument monetarne politike, koji pri tome djeluje pretežno samo obimom (relevantnih) poslova na dalje karike u transmisionom lancu politike novca. Ovaj instrument se u Brazilu dominantno manifestovao jednokratnim kupovinama i prodajama vrijednosnih papira od strane domaće centralne banke. U Indiji je to bio takođe slučaj do maja 2011. g., premda bez egzistencije targetne tržišne stope, nakon čega se takva stopa utvrđuje, a REPO transakcije centralne banke te zemlje sa (od nje) propisanom kamatnom stopom postaju bazični vid politike otvorenog tržišta u ovoj zemlji. U Kini se politika otvorenog tržišta uglavnom ispoljavala kroz emisiju blagajničkih zapisa odnosno centralne banke u godinama snažne ekspanzije domaćih deviznih rezervi, a REPO operacije te banke kada je ekspanzija navedenih rezervi bila blaža, djelujući u principu samo količinom generisanog primarnog novca na ostvarenje planiranog rasta odabranog monetarnog agregata kao intermedijarnog targeta politike novca u ovoj zemlji. U Južnoj Africi se predmetni instrument dominantno manifestovao kroz REPO poslove domaće centralne banke, uključujući i njima imanentnu (od te banke) propisanu kamatnu stopu kao referentnu u datoj zemlji. Od zemalja BRICS, jedino u Rusiji politika otvorenog tržišta nije bila glavni instrument monetarne politike u analiziranom razdoblju, premda je njegov kraj jasno anticipirao narastanje značaja tog instrumenta u ovoj zemlji.

LITERATURA

Banco Central do Brasil (BCB), Financial Statements - 2004; 2005; 2007; 2009; 2011 i; 2013, Brasilia,

Bank of Canada (BoC), Banking and Financial Statistics - oktobar 2007; decembar 2010 i; juni 2014, Ottawa,

Bank of England (BoE), Annual Report - 2004; 2006; 2008; 2009; 2010; 2012 i; 2014, London,

Bank of Japan (BoJ), online - <https://www.boj.or.jp/en> (17.6.2014. g.),

Bank of Russia, Annual Report 2012, Moscow,

Bank of Russia, online - <http://www.cbr.ru/eng> (08.9.2014. g.),

BCB, online - <http://www.bcb.gov.br/pt-br/paginas/default.aspx> (09.7.2014. g.),

Board of Governors of the Federal Reserve System (FRS), Annual Report - (sve pojedinačne godine od) 2003-13, Washington,

Board of Governors of the FRS, Federal Reserve Statistical Release - 02.01.2004.; 06.01.2005.; 05.01.2006.; 04.01.2007.; 03.01.2008.; 02.01.2009.; 07.01.2010.; 06.01.2011.; 05.01.2012.; 03.01.2013. i; 02.01.2014., Washington,

Board of Governors of the FRS, The FRS Purposes and Functions, Washington, 2005,

Board of Governors of the FRS, online - <http://www.federalreserve.gov> (30.5.2014. g.),

BoC, online - <http://www.bankofcanada.ca> (03.7.2014. g.),

BoE, Statistics -

<http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Pages/default.aspx> (26.3.2014. g.),

BoJ, Statistics - <http://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm> (26.3.2014. g.),

European Central Bank (ECB) Annual Report - (sve pojedinačne godine od) 2003-13, Frankfurt,

ECB, online - <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (20.4.2014. g.),

ECB, The implementation of monetary policy in the euro area: General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, Frankfurt, 2011,

ECB, The monetary policy of the ECB, Frankfurt, 2011,

ECB, Monthly Bulletin - januar (sve pojedinačne godine od) 2004-14, Frankfurt,
Federal Reserve Bank of New York, Domestic Open Market Operations
During - (sve pojedinačne godine od) 2003-13 (Report to Federal Open Market
Committee), New York,

People's Bank of China (PBC), Annual Report - (sve pojedinačne godine od)
2010-13, Beijing and Shanghai,

PBC, online -

<http://www.pbc.gov.cn/publish/english/984/index.html> (28.9.2014. g.),

PBC, Monetary Policy Report 2006 - Quarter Four, Beijing and Shanghai,

PBC, Statistics -

<http://www.pbc.gov.cn/publish/english/958/index.html> (28.9.2014. g.),

Reserve Bank of India (RBI), online - <http://www.rbi.org.in/home.aspx>
(17.9.2014. g.),

Securities Trading Corporation of India Limited, RBI's Balance Sheet and
Liquidity Management, Mumbai, 2012,

South African Reserve Bank (SARB), Financial Statements - (sve pojedinačne
godine od) 2003-13., Pretoria i

SARB, online -

<https://www.resbank.co.za/Pages/default.aspx> (15.7.2014. g.).