

Мирјана ИВАЗ\*

## КВАНТИТАТИВНЕ ОЛАКШИЦЕ КАО НЕСТАНДАРДНЕ МЕРЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

### Апстракт

Квантитативне олакшице или квантитативно попуштање представља врсту нетрадиционалне монетарне политике коју спроводи централна банка једне нације. Ова врста политике укључује велике куповине имовине у циљу стимулисања или стабилизације привреде. Квантитативне олакшице се обично спроводе након што се користе други инструменти монетарне политике - обично када су каматне стопе већ на доњој граници, а економски учинак је још увек испод циља централне банке. Током неколико деценија, централне банке у напредним економијама обично су користиле референтну каматну стопу као свој алат за вођење монетарне политике. Као одговор на глобалну финансијску кризу 2007–2009. године и дубоку рецесију коју је изазвала у деловима света, централне банке у многим напредним економијама снизиле су своје каматне стопе на скоро нулте нивое. Како је економски раст остао слаб, каматне стопе су се задржале на скоро нултим нивоима, а неке централне банке су користиле неконвенционалну монетарну политику да стимулишу економску активност. Ове неконвенционалне мере поново су постале истакнуте како централне банке широм света реагују на тешке економске последице настале као последица глобалне пандемије коронавируса (COVID-19). Овај рад се бави теоријским аспектом неконвенционалних мера монетарне политике и разматра доказе из низа емпиријских студија.

**Кључне речи:** монетарна политика, централна банка, мере нестандартне мере монетарне политике, квантитативне олакшице, пандемија COVID-19.

### 1. УВОД

Стандардне монетарне политике централне банке се обично доносе куповином или продајом државних обвезница на отвореном тржишту како би се постигао жељени циљ међубанкарске каматне стопе. Међутим, ако се рецесија или депресија настави чак и када је централна банка снизила циљне каматне стопе на

---

\* Асистент, Правни факултет Универзитета у Приштини са привременим седиштем у Косовској Митровици, mirjana.ivaz@pr.ac.rs.

скоро нулу, централна банка више не може снизити каматне стопе – ситуација позната као замка ликвидности. У ситуацијама када традиционални инструменти више немају утицаја на макроекономске агрегате јер је референтна каматна стопа достигла најнижи могући ниво, а истовремено нема даљих економских подстицаја, централне банке предузимају различите мере. Централна банка тада може покушати да стимулише привреду спровођењем квантитативног попуштања, односно куповином финансијских средстава без позивања на каматне стопе. Ова политика се понекад описује као последње средство за стимулсање привреде (Heather, 2009).

## 2. НЕСТАНДАРДНЕ (НЕКОНВЕНЦИОНАЛНЕ) МЕРЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ И ЊИХОВИ ОБЛИЦИ

Последњих година, термин конвенционална монетарна политика односио се на централну банку која мења краткорочну каматну стопу да би постигла своје макроекономске циљеве. Конкретно, у Сједињеним Државама, Федералне резерве (*Federal Reserve System -FED*) спроводе конвенционалну монетарну политику тако што постављају стопу федералних фондова да би достигле своје законом прописане циљеве пуне запослености и ниске инфлације. Међутим, током глобалне финансијске кризе и Велике рецесије 2007–2009, централне банке широм света су гурнуле краткорочне каматне стопе на близу нуле, што је заправо њихова доња граница (Rudebusch, 2018).

Неконвенционалне или нестандартне мере се могу дефинисати као оне политике које директно циљају трошкове и доступност екстерног финансирања за банке, домаћинства и нефинансијске компаније. Ови извори финансирања могу бити у облику ликвидности централне банке, кредита, хартија од вредности са фиксним приходом или капитала. Пошто су трошкови екстерног финансирања генерално већи у односу на краткорочну међубанкарску стопу на коју се монетарна политика обично ослања, неконвенционалне мере се могу посматрати као покушај да се смање разлике између различитих облика екстерног финансирања, чиме утичу на цене активе и проток средстава у привреди. Штавише, пошто ове мере имају за циљ да утичу на услове финансирања, њихов дизајн мора да узме у обзир финансијску структуру привреде, посебно структуру токова средстава (Murgis, 2012, 227).

Квантитативно попуштање је акција монетарне политике у којој централна банка купује унапред одређене количине државних обвезница или друге финансијске имовине како би стимулисала економску активност (Банка Енглеске). Квантитативно попуштање је нови облик монетарне политике који је ушао у широку примену након финансијске кризе 2007-2008 (Oatley, 2019, 369-370). Користи се за ублажавање економске рецесије када је инфлација веома ниска или негативна, што стандардну монетарну политику чини неефикасном. Квантитативно затезање ради супротно, где

из разлога монетарне политике, централна банка распродаје неки део својих државних обвезница или других финансијских средстава.

У контексту превазилажења негативних ефеката кризе постоје две основне врсте неконвенционалних мера монетарне политике којима су централне банке најразвијенијих светских привреда прибегле – „квантитативне олакшице“, односно „политика квантитативног попуштања“ (енгл. *quantitative easing*) и „сигнализирање кретања каматне стопе у наредном периоду“, односно „смернице у погледу будућег спровођења монетарне политике“ (енгл. *forward guidance*).

Квантитативне олакшице представљају скуп неконвенционалних монетарних политика које централна банка може применити како би повећала понуду новца у привреди. Политике квантитативног попуштања укључују куповину средстава централне банке као што су државне обвезнице и друге хартије од вредности, програме директног позајмљивања и програме дизајниране да побољшају услове кредитирања. Циљ политике квантитативног попуштања је да подстакне економску активност обезбеђивањем ликвидности финансијском систему. Из тог разлога, политике квантитативног попуштања се сматрају експанзивним монетарним политикама. За разлику од операција на отвореном тржишту, где је акценат на краткорочним државним записима, централне банке при примени квантитативних олакшица купују дугорочне државне обвезнице како би даље утицале на снижавање дугорочних каматних стопа на кривој приноса (у поменуте ситуације када су краткорочне каматне стопе близу нуле или на нули, класична монетарна политика их не може даље смањити на дужи рок). (Jovancaj & Stakić, 2013, 62).

Централна банка спроводи квантитативно попуштање купујући, без обзира на каматне стопе, унапред одређену *количину* обвезница или друге финансијске имовине на финансијским тржиштима од приватних финансијских институција. Ова акција повећава вишак резерви које банке држе. Циљ ове политике је олакшање финансијских услова, повећање ликвидности тржишта и подстицање кредитирања приватних банака.

Неконвенционална монетарна политика има много облика, јер је дефинисана оним што није, а не оним што јесте. У неким случајевима (на пример Данска), то укључује употребу негативних каматних стопа. Неки коментатори заговарају суспензију или промене циљева инфлације. Чешћи облици неконвенционалне монетарне политике укључују масовну експанзију биланса централних банака и покушаје утицаја на каматне стопе које нису уобичајене краткорочне званичне стопе. На пример, Федералне резерве (ФЕД) су спроводиле политике познате као „олакшавање кредита (*credit easing*)“ када су куповале хартије од вредности покривене хипотеком. Куповина ових хартија од вредности значила је да је ФЕД сада држао више средстава и тако се његов биланс проширио. Куповина ове имовине је

такође обезбедила ликвидност тржишту које је пресушило услед финансијске кризе и помогла је директно снижавању каматних стопа на хипотеке и обезбедила кредитне линије важном делу привреде (Joyce et. al., 2012, 272).

### 3. КВАНТИТАТИВНО ПОПУШТАЊЕ (ОЛАКШИЦЕ) КАО ОБЛИК МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

Најистакнутији облик неконвенционалне монетарне политике је квантитативно попуштање (квантитативне олакшице). Фраза је први пут примењена на Јапан јер се бавила дефлаторним притисцима који су уследили 1990-их. (Joyce et. al., 2012, 274). Конвенционална монетарна политика функционише тако што утиче на краткорочне каматне стопе кроз операције на отвореном тржишту (Joyce et. al., 2012, 274). Куповином или продајом хартија од вредности из банкарског система утичу на ниво резерви које банке држе у систему. У нормалним временима, ове флукуације у обиму резерви су само нуспроизвод и нису фокус или мета саме политике. Уместо тога, флукуације у резервама су средство за постизање жељених промена каматних стопа. Фраза „Квантитативно попуштање“ уведена је да би се сигнализирало померање фокуса ка циљању квантитативних варијабли. Са каматним стопама на нулти, доњој граници, Банка Јапана је имала за циљ куповину државних хартија од вредности од банкарског сектора и на тај начин повећа ниво готовинских резерви које банке држе у систему. Нада је била да ће се циљањем на довољно висок ниво резерви то на крају прелити на позајмљивање у ширу економију, помажући да се цене имовине повећају и уклоне дефлаторне силе (Joyce et. al., 2012, 274). Операције Европске централне банке се разликују од куповина централне банке анализираних у већини литературе о квантитативним олакшицама и кредитном ублажавању (Joyce et. al., 2012, 274).

Потребно је указати на разлику између квантитативног попуштања и кредитног попуштања. Један од начина да се утиче на цену кредита био би утицај на реалне дугорочне каматне стопе утицајем на тржишна очекивања. Очекивања могу функционисати кроз неколико канала. На пример, централна банка може да снизи реалну каматну стопу ако може да подстакне јавност да очекује виши ниво цена у будућности. Ако се очекивана инфлација повећа, реална каматна стопа опада, чак и ако номинална каматна стопа остане непромењена на доњој граници. Алтернативно, тржишта политика могу директно утицати на очекивања о будућим каматним стопама тако што ће прибегавати условној обавези да одржавају каматне стопе на доњој граници током значајног временског периода (Eggertsson & Woodford 2004). Пошто су дугорочне стопе *prima facie* просеци очекиваних краткорочних стопа, канал очекивања би имао тенденцију да изравна целу криву приноса када се креатори политике обавезу да ће остати на доњој граници. Штавише, условна обавеза да се веома краткорочна стопа задржи на доњој граници довољно дуго би такође требало да

спречи пад инфлаторних очекивања, која би иначе подигла реалне каматне стопе и смањила потрошњу. У оба случаја, ако је управљање очекивањима успешно, то би – *ceteris paribus* – смањило реалну дугорочну стопу и тиме подстакло задуживање и агрегатну тражњу. Други начин на који централна банка може да утиче на цену кредита је утицај на тржишне услове средстава са различитим роковима доспећа – на пример, државне обвезнице, корпоративни дуг, комерцијални записи или страна средства. Могу се размотрити две различите врсте политика. Први има за циљ да утиче на ниво дугорочне каматне стопе финансијских средстава у целости, независно од њиховог ризика. Таква врста политике би функционисала углавном тако што би утицала на тржиште неризичне имовине, типично државне обвезнице. Ова политика је обично позната као „квантитативно попуштање“. Друга политика је да утиче на ширење ризика по имовини, између оних чија су тржишта посебно нарушена и оних која боље функционишу. Таква политика би се обично називала „кредитно попуштање“. Ове две врсте политика различито утичу на састав биланса централне банке (Bernanke, 2009). Друга разлика је у томе што се „кредитно попуштање“ генерално може спроводити и на нивоима изнад нуле краткорочне номиналне каматне стопе, док би квантитативно попуштање требало да има смисла само када је каматна стопа на нули или веома близу нуле. Међутим, обе операције имају за циљ повећање биланса стања централне банке, а самим тим и повећање њених монетарних обавеза.

Када централна банка одлучи да прошири обим свог биланса стања, она мора да изабере која средства ће купити. У теорији, може купити било коју имовину од било кога. У пракси, међутим, квантитативно попуштање се традиционално фокусирао на куповину дугорочних државних обвезница од банака. Идеја је двострука: прво, државни приноси служе као мерило за одређивање цене ризичнијих приватних хартија од вредности. Када се купе дугорочне државне обвезнице, очекује се да ће приноси на приватно издате хартије од вредности пасти паралелно са приносима на државне обвезнице. Друго, ако би дугорочне каматне стопе падале, то би стимулисало дугорочне инвестиције, а тиме и агрегатну тражњу, чиме би се подржала стабилност цена.

Управо ту банке играју кључну улогу у успеху било које политике квантитативног ублажавања. Ако је циљ да се обезбеде нови зајмови приватном сектору, централне банке би требало да углавном купују обвезнице од банака. Додатну ликвидност би онда банке искористиле за одобравање нових кредита. Међутим, банке бирају да ликвидност примљену у замену за обвезнице држе у својим резервама у централној банци. У овом случају, ликвидност коју обезбеђује централна банка остаје унутар финансијског сектора, односно не тече из ње. Овај ризик се може минимизирати ако централна банка спроводи ову врсту операције само на доњој граници – односно када је у потпуности искористила стандардни канал каматних стопа. На доњој граници накнада за депозите је нула (или скоро нула) и стога постоји

мали или никакав подстицај за банке да пласирају вишак резерви код централне банке. Примена политике квантитативног попуштања по каматној стопи која се разликује од доње границе може захтевати веће проширење биланса стања централне банке и на тај начин повећати изложеност новчане власти ризику. У светлу горе наведених разматрања, чврстина финансијског система је кључна за успех квантитативног попуштања. Када банке престану да посредују у кредитима, ова политика више не функционише. Квантитативно попуштање је успешно ако сужава тржишне разлике између каматних стопа које се плаћају на одабране кредитне инструменте и каматних стопа, чиме се ограничавају ризици од недостатка ликвидности и подстичу банке да дају кредите странама са већим каматама.

Квантитативни монетарни циљеви били су ослонац монетарне политике раних 1980-их. Касније те деценије, међутим, већина централних банака је напустила овај приступ, пошто се сматрало да је пропао. Како Вернер (2012) тврди, овај неуспех је у великој мери био последица перципиране нестабилности брзине и функције тражње за новцем у многим земљама од 1980-их. Од тада су централне банке наглашавале политику каматних стопа у својим званичним изјавама, а посматрање централне банке се фокусирао на одлуке о каматним стопама и на то како акције централних банака могу утицати на каматне стопе, у складу са „новим консензусом монетарне политике“, како је предложио, између осталих, Вудфорд (2003). (Lyonnet & Werner, 2012). Приступ спровођењу монетарне политике усредсређен на каматне стопе постао је доминантан упркос упадљивом одсуству емпиријских доказа да су каматне стопе у негативној корелацији са економским растом на конзистентан и робустан начин, и да статистичка узрочност протеже од каматних стопа до привреде. Током претходне три деценије постепено је постајало све отворенија тајна да се у емпиријским студијама каматне стопе често нису „понашале добро“ (Lyonnet & Werner, 2012). Учинак централних банака може мерити на два начина: или „учинак заснован на процесу“ („учинак улаза“) или постизањем релевантних коначних економских исхода („учинак резултата“, „исход перформансе“, „излазне перформансе“). Сходно томе, литература о перформансама централне банке може се поделити у две групе (Lyonnet & Werner, 2012, 11). Литература о „учинку производње“ фокусира се на то да ли је постигнута коначна циљна варијабла, као што је стабилност цена или учинак раста (а понекад и стабилност валуте). Иако је ово на много начина природан начин приступа мерењу перформанси централне банке, она остаје агностична у погледу детаља механизма монетарне трансмисије и не успева да се укључи у било какву дебату у вези са прикладношћу одређених инструмената монетарне политике, посредничких циљева или приступа, јер препушта централној банци *input performance* (Lyonnet & Werner, 2012, 11).

Циљ монетарне политике уочи финансијске кризе 2007-2008 је био постизање ниске и стабилне инфлације, оквир политике је био циљање инфлације, инструмент је била краткорочна каматна стопа по којој је централна банка давала средства банкама

или међубанкарском тржишту и утицај ове званичне стопе на тржишне стопе и шира економија је поуздано квантификована. У оквиру ове политике, одређивање каматних стопа је вршено на основу просуђивања користећи широк спектар макроекономских сигнала (Joyce et. al, 2012, 271). Ово ефективно резимира оно што је чинило конвенционалну монетарну политику међу зрелим економијама.

#### 4. ПРИМЕНА ПРОГРАМА КВАНТИТАТИВНИХ ОЛАКШИЦА – ИСТОРИЈСКИ ОСВРТ И ПОГЛЕД ИЗ ДАНАШЊЕ ПЕРСПЕКТИВЕ

Програми квантитативних олакшица повећавају величину и мењају састав биланса стања Федералних резерви, који се састоји од имовине и обавеза (актива и пасива). Због економских и буџетских ефеката биланса стања, Конгресна канцеларија за буџет пројектује његову величину и састав када развија своје економске и буџетске пројекције. Ове пројекције одражавају тренутну и очекивану политику Федералних резерви - било да је проширење биланса стања или квантитативно заостравање или контракције биланса. Овај извештај разматра механизме помоћу којих квантитативно попуштање утиче на федерални дефицит. Такође описује две велике експанзије биланса стања Федералних резерви које су резултат политике квантитативног попуштања уведене као одговор на рецесију 2007–2009. и 2020. и говори о ризицима који су укључени када Федералне резерве користе квантитативне олакшице за постизање својих циљева монетарне политике пуне запослености и стабилност цена (Swagel, 2022)

Већ је напоменуто да се квантитативно попуштање (квантитативне олакшице - Quantitative easing (QE)) односи на куповину великих количина државних хартија од вредности од стране Федералних резерви и хипотекарних хартија од вредности које су издала предузећа и федералне агенције које спонзорише влада да би постигле своје циљеве монетарне политике. Историјски гледано, Федералне резерве су користиле квантитативне олакшице када је њено примарно средство монетарне политике, стопа федералних фондова (стопа коју депозитне институције наплаћују једна другој за преконоћне зајмове својих резерви), већ на доњој граници и потребан је додатни монетарни стимуланс. Квантитативне олакшице пружају тај додатни подстицај смањењем дугорочних каматних стопа и повећањем ликвидности на финансијским тржиштима. Те мере помажу у постизању циљева монетарне политике Федералних резерви пуне запослености и стабилности цена (Swagel, 2022). Иако су ови циљеви генерално у складу са бољим изгледима за федерални буџет, Федералне резерве постављају монетарну политику, како би остварили свој двоструки мандат, који не укључује експлицитно разматрање ефеката својих политика на савезни буџет. Када се Федералне резерве ангажују у квантитативне олакшице, укупне обавезе владе, које укључују обавезе Федералних резерви, остају исте. Једна врста каматносног обавезе

(хартија од вредности трезора, на пример) замењује се другом (банкарске резерве). (Swagel, 2022). Директно убризгавање новца од стране централне банке у финансијски систем, куповином првенствено државних хартија од вредности, може имати различите ефекте. Продавци финансијских средстава долазе до вишка средстава која, последично, могу потрошити и тиме покренути даљу привредну активност. Алтернативно, они могу купити другу финансијску имовину, као што су акције или корпоративне обвезнице. На овај начин се повећава цена финансијских инструмената, а њихови власници постају богатији (Jovancai & Stakić, 2013, 62).

Грос, Алкиди и Ђовани (Gros, Alcidì, Giovanni, 2012) у свом истраживању закључују да се Европска централна банка (ЕЦБ) на почетку имплементације нестандартних мера фокусирала на проширење давања кредита банкама у оквиру појачаног програма кредитне подршке како би осигурала правилно функционисање кредитног механизма у еврозони. Дакле, за ову сврху, ЕЦБ је: понудила расподелу пуног износа ликвидности са фиксном каматном стопом; проширена листа имовине која је прихватљива као колатерал; успостављене додатне операције дугорочног рефинансирања за финансијске институције са роком доспијећа до шест мјесеци; обезбеђује ликвидност у страним валутама (*currency swap* уговори). Родригез и Караско (Rodríguez & Carrasco, 2014) наводе да је у првој фази имплементације нестандартних мера ЕЦБ снизила главне каматне стопе, продужени су рокови за дугорочне операције рефинансирања, а и програм откупа покривених обвезница (ЦБПП1 – Covered bond purchase programme - програм куповине обвезница). Такође, у другој фази је покренут други програм директне куповине покривених обвезница (ЦБПП2) са циљем да се кредитним институцијама и компанијама олакшају услови финансирања и подстакну кредитне институције да кредитирају клијенте. Уведен је и СМП - Securities Markets Programme (интервенције на тржишту хартија од вредности). Како наводе Грос, Алкиди и Ђовани (Gros, Alcidì, Giovanni, 2012), званично објашњење за увођење СМП-а била је потреба да се поврати правилно функционисање трансмисионог механизма како би се одржала средњорочна стабилност цена.

У истраживању Лијонета и Вернера (Lyonnet & Werner, 2012) које се бавило упоређивањем, листе потенцијалних алата и инструмената централне банке (укључујући различита тумачења онога што би се могло подразумевати под „квантитативним попуштањем“) са опште прихваћеном коначном циљном варијаблом за монетарну политику дошло се до закључка да квантитативне олакшице, како је дефинисано и објављено у марту 2009. године, нису имале очигледан утицај на економију Велике Британије. У међувремену, утврђено је да је политика „квантитативног попуштања“ како је дефинисана у изворном смислу тог појма (Вернер, 1995) подржана емпиријским доказима: стабилан однос између агрегата позајмљивања (дезагрегирано М4 позајмљивање, издвајање банкарског кредита за трансакције БДП-а) и пронађен је номинални БДП. Налази указују на то да би



централна банка требало директније да циља на раст банкарских кредита за трансакције БДП-а, који се и даље смањивао крајем 2011. Постоји низ мера да га подстакне, али оне до сада нису предузете.

Када су у питању ефекти долази се до сазнања да квантитативно попуштање олакшава монетарне и финансијске услове, што омогућава предузећима и домаћинствима да добију јефтиније финансирање, што би довело до повећања инвестиција и потрошње и, последично, до повећања инфлације. Карвалио Ранасинг и Вилкс (Carvalho, Ranasinghe, Wilkes, 2018) наводе да је квантитативно попуштање довело до економског раста, али док су плате и задуживање расли, инфлација је остала пригушена, компликујући излазак из самог квантитативног попуштања и осигуравајући да каматне стопе остану на рекордно високим нивоима неко време.

#### 4.1. Преглед примене мера од стране појединих Централних банака

Може се рећи да се механизам примене нестандартних мера разликовао међу најважнијим централним банкама, иако је циљ који су заступали био исти. Политику под називом „квантитативно попуштање“ је први пут користила Банка Јапана за борбу против домаће дефлације почетком 2000-их. Банка Јапана је увела квантитативне олакшице од 19. марта 2001. до марта 2006, након што је увела негативне каматне стопе 1999. године. Као и у периоду Глобалне кризе, односно Велике рецесије, Банка Јапана је за овом неконвенционалном мером монетарне политике посегла услед успоравања привредне активности и недовољне ефикасности конвенционалних мера монетарне политике. Политика квантитативног попуштања у таквом амбијенту представља алтернативни механизам спровођења монетарне политике чија имплементација има за циљ да заустави дефлаторну спиралу и превазиђе проблеме повезане са „замком ликвидности“.

Као одговор на глобалну финансијску и економску кризу, Федералне резерве и Банка Енглеске су се ангажовале у великим програмима куповине имовине или квантитативног попуштања. Од почетка 2009. до марта 2014. године, Федералне резерве су купиле 1,9 билиона долара (11,9 % америчког БДП-а) дугорочних обвезница америчког трезора и 1,6 билиона долара (9,6 % америчког БДП-а) хипотекарних хартија од вредности. Између јануара 2009. и новембра 2012. Банка Енглеске је купила 375 милијарди фунти (24% БДП-а) углавном средњорочних и дугорочних државних обвезница. Поред такве куповине имовине, ове централне банке су такође спроводиле програме подршке ликвидности на различитим тржиштима. Све ове мере су резултирале значајним проширењем биланса стања централних банака. За разлику од друге две велике централне банке, Европска централна банка је до сада обавила мало куповине средстава, али је реаговала на кризу обезбеђивањем ликвидности банкарском систему.

Након глобалне финансијске кризе 2007-2008 године, политике сличне онима које је предузео Јапан користиле су Сједињене Државе, Уједињено Краљевство и еврозона. Ове земље су користиле квантитативно попуштање јер су њихове краткорочне номиналне каматне стопе без ризика (назване стопом федералних фондова у САД или званична банкарска стопа у Великој Британији) биле на нули или близу ње. Према Томасу Отлију, „Квантитативно попуштање је био централни стуб економске политике после кризе“ (Oatley, 2019, 369). У САД, квантитативно попуштање је почело одмах у новембру 2008. године. У истом периоду, Уједињено Краљевство је такође користило квантитативно попуштање као „продужену руку“ своје монетарне политике за попуштање финансијске кризе. САД су четири пута увеле квантитативно попуштање. Први је био у новембру 2008. као одговор на глобалну финансијску кризу. Претходни програми квантитативног ублажавања имају сличности, али су се врсте хартија од вредности и трајање програма разликовали. Укупно, проширила је свој биланс са 860 милијарди долара на почетку 2007. на 4,2 трилиона долара данас. ФЕД је у децембру 2013. најавио „сужавање“ свог програма и постепено смањило своје месечне куповине са 85 милијарди долара на 35 милијарди долара.

Програм квантитативних олакшица Банке Енглеске почео је у марту 2009. године, када је купила око 165 милијарди фунти имовине у септембру 2009. и око 175 милијарди фунти имовине до краја октобра 2009 (Miles, 2009). Пет додатних транши куповине обвезница између 2009. и новембар 2020. довели су до максималне квантитативне олакшице на 895 милијарди фунти.

Банка Енглеске је започела свој програм квантитативног ублажавања у јануару 2009. и купила је углавном средњорочне и дугорочне државне обвезнице у вредности од 200 милијарди фунти од небанкарског приватног сектора до јануара 2010. Даље је куповала 2011. и 2012. укупан износ од 375 милијарди фунти.

Европска централна банка се укључила у велику куповину покривених обвезница у мају 2009. и купила је државних обвезница у вредности од око 250 милијарди евра од циљаних држава чланица 2010. и 2011. (Програм СМП). Међутим, до 2015. године Европска централна банка је одбијала да отворено призна да су радили на квантитативном попуштању. Почетком 2013. године, Швајцарска народна банка је имала највећи биланс стања у односу на величину своје привреде. Био је одговоран за, скоро 100% националне производње Швајцарске. Укупно 12% њених резерви било је у страним акцијама. Насупрот томе, средства Федералних резерви САД износила су око 20% БДП-а САД, док је имовина Европске централне банке вредела 30% БДП-а (Blackstone & Wessel, 2013).

Док је глобалну финансијску кризу мотивисало увођење неконвенционалних монетарних политика у разним земљама, Аустралија је била мање погођена од других напредних економија. Била је у стању да се избори са том кризом користећи

референтну стопу као свој главни алат и обезбеђујући адекватну ликвидност финансијском систему – односно водила је конвенционалну монетарну политику.

Иако је примена политике квантитативног попуштања у развијеним тржишним привредама у почетку била усмерена на смиривање стреса изазваног кризом на финансијским тржиштима, временом је овај обим проширен тако да истовремено доприноси остваривању других важних макроекономских циљева – достизању циљане инфлације, стимулисање привредног раста, односно смиривање европске дужничке кризе. Механизми којима се спроводила политика квантитативног ублажавања у развијеним тржишним привредама у великој мери зависе од карактеристика националних финансијских система. Тако су ЕЦБ и Банка Јапана, чија су финансијска тржишта изразито оријентисана на банке, спроводиле програме квантитативног попуштања кроз директан пласман финансијских средстава у банкарски сектор. Насупрот томе, Федералне резерве и Банка Енглеске спроводиле су политику квантитативног попуштања кроз механизме куповине нестандартних финансијских средстава од комерцијалних банака.

#### 4.2. Примена квантитативних олакшица током COVID-19 пандемије

Појава COVID-19 пандемије је постала економски догађај изванредних размера широм света. Кризу изазвану пандемијом која је названа „велико закључавање” карактерише: обустављање активности у појединим секторима, а у неким и огроман пад активности уз изражену асиметрију, као и спровођење обимних пакета мера монетарне и фискалне политике (Табакović, 2021: 137). Пандемија COVID-19 избила је усред већ повишених неизвесности у глобалној економији. Обим и темпо економског пада који је изазвао били су без преседана, а глобалне берзе су забележиле најоштрије једнонедељне падове од глобалне финансијске кризе 2008. Ипак, постоји евидентна разлика између ова два глобална догађаја. Криза из 2008. почела је као финансијска криза, прелила се на реалну економију и прерасла у глобалну економску кризу. Док је финансијска криза изазвала негативан шок на страни потражње, првенствено на кредитним и тржиштима некретнина, пандемија COVID-19, увођењем мера сузбијања и физичког дистанцирања, снажно је погодила реални сектор, изазивајући егзогени шок и на страна понуде и потражње (Табакović, 2021: 137). У свом Економском извештају из септембра 2020. године, OECD је навео да су мере монетарне политике широм света допринеле ублажавању финансијских услова и већој понуди кредита и спречиле већи пад поверења потрошача и инвеститора. Европска комисија је у својој економској прогнози за јесен 2020. описала бројне канале путем којих су монетарне и фискалне политике у Европи ублажиле негативне ефекте изолације на привреде и како су оне допринеле опоравку. Мере које је Европска централне банка усвојила укључивале су обезбеђивање

ликвидности, попуштање колатерала, даљу куповину средстава, што је заједно довело до још повољнијих услова финансирања реалне економије.

Федералне резерве САД у време коронавирусне кризе из марта - априла 2020. године, преплављују тржиште јефтиним новцем и држе ниво своје главне каматне стопе ближе нули, и то ће радити један дужи период (Сиљковић, Дедовић, Дедовић, 2020, 114). Дакле, могли бисмо помислити да би убацивање више милијарди долара у економију узроковало огромну инфлацију цена. Али постоје и други фактори који учествују у стварању инфлације осим количина новца у оптицају. Један од главних чиниоца назива се брзина новца, која представља брзину којом су људи мотивисани да троше свој новац. Током нормалног времена, људи троше новац, али, у доба дефлације, (када цене падају), људи су мотивисани да се држе свог новца и тако брзина новца опада (Сиљковић, Дедовић, Дедовић, 2020, 114).

Да би одржала флексибилан став монетарне политике, Европска централна банка је усвојила привремени нестандардни програм куповине имовине у вези са COVID-19 (ПЕПП) како би ублажила и побољшала финансијске услове и поново покренула ранији програм куповине имовине (АПП) усмерен на очекивања инфлације. Истовремено, друге мере су ојачане и проширене, као што су операције циљаног дугорочног рефинансирања (LTROc, TLTRO III и PLTRO) које имају за циљ да обезбеде довољно ликвидности реалном сектору и стандардима колатерала. Спровођење усвојених мера утицало је на стабилизацију привредног и финансијског система ЕУ и на побољшање кредитирања банака привреде и становништва (Момировић, Симонковић, Костић, 2021). Као одговор на економске ефекте од COVID-19, у марту 2020. године, Централна банка Аустралије је први пут применила неконвенционалне мере монетарне политике у Аустралији. Централна банка Аустралије је у новембру 2020. најавила даље неконвенционалне мере монетарне политике за подршку отварању радних места и опоравак аустралијске привреде од COVID-19.

Чини се да су нестандардне мере монетарне политике дале позитивне резултате у погледу стабилизације финансијског система у одређеном временском периоду. Ипак, треба бити опрезан када су у питању стварни ефекти, с обзиром да је њихов поступак највише погодовао банкарској индустрији (Jovancai, Stakić, 2013, 72).

## 5. ЗАКЉУЧАК

Неконвенционална политика је настала из нужде с обзиром на финансијску кризу, дубоку рецесију и краткорочне каматне стопе које су биле скоро на нули. Централне банке усвајају политике квантитативног попуштања (квантитативне олакшице) у ситуацијама у којима прилагођавање краткорочне каматне стопе више

није ефикасно – углавном зато што се приближила нули – или када банке виде потребу да дају додатни подстицај привреди.

Свет се данас суочава са краткорочним и дугорочним изазовима. У блиској будућности, највећи приоритет је промовисање глобалног економског опоравка. Федералне резерве задржавају моћне инструменте политике и користе их агресивно да помогну у постизању овог циља. Фискална политика може да стимулише економску активност, али одрживи опоравак ће такође захтевати свеобухватан план за стабилизацију финансијског система и обнављање нормалних токова кредита.

Креирање кредитних програма за позајмљивање новца банкама и финансијским институцијама, квантитативно попуштање и обликовање очекивања о будућем путу каматних стопа су додатне мере које централне банке не користе свакодневно. Такве ванредне околности се можда неће често понављати, што упућује на закључак да неконвенционална кутија алата монетарне политике може да стоји на полици неко време. Једна мана политика квантитативног попуштања је то што њихово прекомерно коришћење може довести до пораста инфлације, ако се велика ликвидност преведе у превише кредита и превише куповина, што доводи до притиска на повећање цена. Из тог разлога, централне банке имају тенденцију да прибегавају политици квантитативног попуштања релативно ретко, и генерално покушавају да одрже деликатну равнотежу између помоћи финансијском систему када му је потребна готовина и заштите од могућих инфлаторних притисака.

Упркос разумљивом фокусу на краткорочни период, немамо луксуз да одлажемо рад на дугорочнијим питањима. Високо на листи, у светлу недавних догађаја и кризом изазваном корона вирусом, потребно је јачати регулаторни надзор и побољшати капацитет и приватног сектора и регулатора за откривање и управљање ризиком. Коначно, јасна лекција из недавног периода је да је свет превише повезан да би нације могле саме да се баве својом економском, финансијском и регулаторном политиком. Међународна сарадња је стога од суштинског значаја ако желимо да се успешно суочимо са кризом и обезбедимо основу за здрав, одржив опоравак.

ЛИТЕРАТУРА

- Bernanke, B., S. (2009) The Crisis and the Policy Response. Stamp lecture at the London School of Economics, available at:  
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
- Blackstone, B., Wessel, D. „Button-Down Central Bank Bets It All“, *The Wall Street Journal*, 2013.
- Carvalho, R., Ranasinghe, D., Wilkes, T. „The life and times of ECB quantitative easing“, 2015-18 *Reuters*, 2018.
- Eggertsson, G., B. & Woodford, M. (2004) Policy Option in a Liquidity Trap. *American Economic Review Papers and Proceeding*, 94, 76-79.
- Gros, D., Alcidi, C., Giovanni, A. „Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB“, *CEPS Policy Brief*, 2012, 1-22.
- Jovancai, A., Stakić, N. Nestandardne mere monetarne politike, *Bankarstvo*, 1/2013, 58-75
- Joyce, M., Miles, D., Scott, A., Vayanos, D. „Quantitative easing and unconventional monetary policy — an introduction“, *The Economic Journal*, 122(564), 2012, F271–F288.
- Krugman, P., R. (1998) It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap“. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 137-187.
- Miles, D. *Money, banks and quantitative easing*, 2009, available at:  
<https://web.archive.org/web/20101231234932/http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech404.pdf>
- Momirović, D., Simonović, Z., Kostić, A. ECB monetary policy during COVID-19. *Ekonomika*, 67(2), 2021, 13-22.
- Murić, M. „Nekonvencionalne mere monetarne politike u funkciji finansijske stabilnosti“. *Ekonomika*, 58(2), 2012, 219-236.
- Oatley, T. (2019). *International Political Economy: Sixth Edition*, Routledge, 2019.
- Rodríguez, C., Carrasco, C. „ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects“, *FESSUD*, 65/2014, 2-28.
- Rudebusch, G. „A Review of the Fed's Unconventional Monetary Policy“, *Research from the Federal Reserve Bank of San Francisco, FRBSF Economic Letter* 27/2018, 1-5.
- Сиљковић, Б., Дедовић, Н., Дедовић, М. „Тест за монетарне мере Америчке централне банке (FED) - искуства и поуке у доба коронавирусне кризе“, *Економски сигнали: пословни магазин*, 15(1), 2020, 107-122.
- Svensson, L.E.O. (2004) Comment. *Brookings Papers on Economic Activity*, No 2, 84-93.

Swagel, P. *How the Federal Reserve's Quantitative Easing Affects the Federal Budget*, 2022, available at: <https://www.cbo.gov/system/files/2022-09/57519-balance-sheet.pdf>

Tabaković, J. (2021). How we entered the crisis caused by the COVID-19 pandemic. *Ekonomika preduzeća*, 69(3-4), 137-167.

Yoshino, N., Chantapacdepong, H., Helble, M. *Macroeconomic Shocks and Unconventional Monetary Policy - Impacts on Emerging Markets*, Oxford University Press, New York, 2019.

Heather, S. „Quantitative easing: last resort to get credit moving again“, *The Guardian*. London, 2009, available at: <https://www.theguardian.com/business/2009/jan/29/question-and-answer-quantitative-easing>

Mirjana IVAZ

Teaching Assistant, University of Priština in Kosovska Mitrovica, Faculty of Law

## QUANTITATIVE EASE AS NON-STANDARD MONETARY POLICY MEASURES

### Summary

Quantitative easing or quantitative easing is a type of non-traditional monetary policy implemented by a nation's central bank. This type of policy involves large purchases of assets to stimulate or stabilize the economy. Quantitative easing is usually implemented after other monetary policy instruments have been used - usually when interest rates are already at the bottom and economic performance is still below the central bank's target. For several decades, central banks in advanced economies have typically used the benchmark interest rate as their tool for conducting monetary policy. In response to the global financial crisis of 2007–2009. Years and the deep recession it caused in parts of the world, central banks in many advanced economies lowered their interest rates to near-zero levels. As economic growth remained weak, interest rates remained at near-zero levels, and some central banks used unconventional monetary policy to stimulate economic activity. These unconventional measures have come to the fore again as central banks around the world respond to the severe economic fallout resulting from the global coronavirus (COVID-19) pandemic. This paper deals with the theoretical aspect of unconventional monetary policy measures and discusses the implications of theoretical models for the effectiveness of asset purchases and looks at evidence from a range of empirical studies.

**Key words:** monetary policy, central bank, non-standard monetary policy measures, quantitative easing, the COVID-19 pandemic.