

UTICAJ MERA MONETARNE POLITIKE NA EKONOMIJU ŠVEDSKE U PERIODU FINANSIJSKE KRIZE

Nemanja Budimir¹

Ključne reči: monetarna politika, Riksbanka, finansijska kriza, referentna kamatna stopa, mere, ekonomija

Apstrakt: U periodu finansijske krize 2008-2009. godine, Riksbanka je preduzela niz mera kako bi ublažila negativne ekonomske posledice i podržala švedsku ekonomiju. Centralna banka sprovela je ekspanzivnu politiku, uključujući smanjenje referentne kamatne stope na rekordno niske nivoe. Upravo to imalo je za cilj da podstakne investicije, potrošnju i pozajmljivanje, kako bi se ublažio pad aktivnosti u ekonomiji. Pored smanjenja kamatnih stopa, Riksbanka je sprovela i različite mere kako bi osigurala likvidnost na tržištu i stabilnost finansijskog sistema. Ovo podrazumeva pružanje vanrednih finansijskih olakšica, kao i podršku kroz program otkupa obveznica i drugih sredstava. Pored toga, ona je aktivno sarađivala i sa drugim organima vlasti i regulatornim telima kako bi koordinisala svoje napore i osigurala sveobuhvatni odgovor na krizu. Ovo je uključivalo promociju fiskalne politike i drugih ekonomskih stimulansa u cilju podrške rastu i zapošljavanju. Kroz sve ove akcije, Riksbanka je igrala ključnu ulogu u odražavanju stabilnosti i podržavanju ekonomskog oporavka u Švedskoj tokom finansijske krize. Njene mere su pomogle da se ublaže negativni uticaji krize na privredu i da se očuva poverenje u finansijski sistem, čime je doprinela dugoročnoj održivosti ekonomskog rasta i stabilnosti.

THE IMPACT OF MONETARY POLICY MEASURES ON THE ECONOMY OF SWEDEN DURING THE FINANCIAL CRISIS

Keywords: monetary policy, Riksbank, financial crisis, benchmark interest rate, measures, economy

Abstract: During the financial crisis of 2008-2009, the Riksbank implemented a series of measures to mitigate negative economic consequences and support the Swedish economy. The central bank pursued an expansionary policy, including lowering the benchmark interest rate to record low levels. This aimed to stimulate investment, consumption, and borrowing to alleviate the downturn in economic activity. In addition to interest rate cuts, the Riksbank implemented various measures to ensure liquidity in the market and stability of the financial system. This involved providing emergency financial relief and support through bond purchase programs and other means. Furthermore, it actively collaborated with other governmental authorities and

¹ Doktorand, Beogradska bankarska akademija- Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Univerzitet Union Beograd, Srbija; Fondacija „Andrej Budimir“, Banja Luka & Bryggan skola, Motala, Švedska

regulatory bodies to coordinate efforts and ensure a comprehensive response to the crisis. This included promoting fiscal policy and other economic stimuli to support growth and employment. Through these actions, the Riksbank played a key role in maintaining stability and supporting economic recovery in Sweden during the financial crisis. Its measures helped mitigate the negative impacts of the crisis on the economy and preserved confidence in the financial system, contributing to the long-term sustainability of economic growth and stability.

1. Uvod

Kada je američka investicijska banka Lehman Brothers bankrotirala u septembru 2008. godine, ono što je počelo kao kriza na američkom tržištu hipoteka pretvorilo se u globalnu finansijsku krizu. Ovo je bila najozbiljnija kriza koju je zapadni svet video još od Velike depresije 1930. godine. Nesigurnost i nedostatak poverenja u kreditnu sposobnost njihovih partnera učinili su finansijske aktere voljnim da trguju i pozajmljuju jedni drugima. Kriza je dovela do dramatičnog pada cena imovine širom sveta, dok su finansijska tržišta veoma loše funkcionisala. S druge strane, neka tržišta su čak potpuno prestala da funkcionišu. Premije rizika su takođe, značajno porasle. Može se reći da je dobijanje kredita postalo skuplje i teže.

Ova situacija je postavila monetarnu politiku pred neočekivane izazove. Bitno je istaći da monetarna politika utiče na ekonomiju putem nekoliko različitih kanala, kao što su bankarske i tržišne kamatne stope, devizni kurs i kreditiranje. Tokom normalnih uslova, promene referentne kamatne stope pre svega utiču na formiranje kamatnih stopa i na finansijske uslove u ekonomiji, a zatim i na tražnju, proizvodnju i inflaciju. Riksbanka isto tako objavljuje „reporente banke“, tj. prognozu budućih referentnih kamatnih stopa koje su u skladu sa ciljem inflacije. Na ovaj način, Riksbanka može pokušati da utiče na očekivanja o budućim referentnim kamatnim stopama i doprinese vođenju formiranja kamatnih stopa u ekonomiji na duži rok. Naime, ova lančana reakcija efekata na celokupnu ekonomiju nakon promene referentne kamatne stope obično se naziva transmisioni mehanizam (Apel & Claussen, 2012).

Tokom finansijske krize 2008-2009. godine, poremećaji na finansijskim tržištima bili su toliko veliki da je efikasnost monetarne politike bila smanjena. Rast premije rizika značio je da su promene referentne kamatne stope imale manji efekat na tržišne kamatne stope nego obično. Transmisioni mehanizam jednostavno u ovoj situaciji nije dovoljno dobro funkcionisao. Velika smanjenja referentne kamatne stope značila su da je nivo referentne kamatne stope bio blizu nule. Upravo to je ograničilo mogućnost Riksbanke da, po potrebi koristi dodatna smanjenja kamatnih stopa kako bi se olakšalo kreditiranje i stimulisala ekonomija. Međutim, u ovom periodu bili su neophodni i dodatni monetarni podsticaji jer je BNP nastavio sa naglim padom i početkom 2009. godine. Zbog toga je Riksbanka, kao i mnoge druge centralne banke, morala da preduzme vanredne mere, koje su imale za cilj promociju finansijske stabilnosti. Švedska centralna banka između ostalog ponudila je svojim partnerima kredite u švedskim krunama na duže rokove, kredite u američkim dolarima, odobrila je i veći broj hartija od vrednosti kao garancije i proširila krug svojih partnera. Prvi krediti realizovani su u oktobru 2008. godine, a zatim su krediti redovno nuđeni sve do oktobra 2010. godine (Sellin & Åsberg Sommar, 2011). Može se reći da su ove mere imale više ciljeva. Trebalo je obezbediti likvidnost u finansijskom sistemu, po-

boljšati funkcionisanje finansijskih tržišta i olakšati kreditiranje, smanjiti različite premije rizika koje su ograničavale efikasnost monetarne politike.

U krizi takvih razmera, kakva je bila 2008-2009. godine, jako je teško jasno razgraničiti mere koje su sprovedene radi očuvanja finansijske stabilnosti od onih koje su sprovedene u monetarne svrhe. Mere koje su uglavnom imale za cilj promociju funkcionisanja finansijskih tržišta, poboljšale su i transmissijski mehanizam od referentnih kamatnih stopa do kamatnih stopa sa kojima se susreću domaćinstva i kompanije. Međutim jedna od vanrednih mera, imala je jasno izražen monetarni cilj, a to je davanje kredita po niskoj i fiksnoj kamatnoj stopi sa dugim rokovima.

2. Centralna banka Švedske- Riksbanka

Centralna banka Švedske (sv. Riksbank), navodno, predstavlja najstariju takvu banku u svetu. Riksbanka osnovana je 1668. godine, nakon što je izvršena likvidacija prve švedske emisije banke, Stockholm Banco, koja je osnovana 1656. godine. Međutim, Riksbanka je postala prava centralna banka, sa punim ovlašćenjima, pred kraj 19. veka. Poseban zakon usvojen je 1897. godine i on je Riksbanci dao ekskluzivno pravo da vrši emitovanje novca i povećao njena kontrolna ovlašćenja (Lazarević, 2012, str. 40-42).

Mandat Riksbanke, kako ga je definisao švedski parlament u Zakonu o centralnoj banci Švedske, je održavanje stabilnosti cena i promovisanje sigurnog i efikasnog platnog sistema. Riksbanka radi na održavanju stabilnosti cena tako što drži inflaciju niskom i stabilnom. Takođe, ona sprovodi monetarnu politiku sa ciljem da inflacija bude 2%. Bitno je istaći da kada Riksbanka prilagođava referentnu kamatnu stopu, ona utiče na ekonomiju kroz niz efekata. Pre svega utiče na postavljanje kamatnih stopa, ali i na finansijske uslove u privredi, a zatim na potražnju, proizvodnju, inflaciju i kurs. Takođe, ona objavljuje i kretanje kamatnih stopa, što je prognoza budućeg nivoa referentne kamatne stope koja je kompatibilna sa ciljem inflacije. Upravo na taj način Riksbanka može pokušati da utiče na očekivanja budućih referentnih kamatnih stopa i na taj način utiče na postavljanje kamatnih stopa u ekonomiji na duži rok (Sveriges Riksdag, 2024). Ovaj niz efekata naziva se transmissijski mehanizam. Kao što je prethodno naglašeno Riksbanka promovise siguran i efikasan platni sistem u cilju promovisanja finansijske stabilnosti. Finansijska stabilnost se definiše kao sposobnost finansijskog sistema da održava svoje osnovne funkcije, a to su posredovanje u plaćanjima, pretvaranje štednje u finansiranje i upravljanje rizicima, kao i otpornost na šokove koji ugrožavaju ove funkcije (Sveriges Riksdag, 2024). Isto tako ona kontinuirano radi na očuvanju finansijske stabilnosti preduzimanjem mera za sprečavanje poremećaja u finansijskom sistemu koji bi imali negativne posledice na realnu ekonomiju. Alati za promovisanje finansijske stabilnosti u normalnim uslovima podrazumevaju analizu i komunikaciju kako bi se otkrile ranjivosti i rizici u finansijskom sistemu (npr. objavljivanjem Izveštaja o finansijskoj stabilnosti dva puta godišnje), sprovođenje vežbi za upravljanje krizama i aktivnim doprinosom radu na poboljšanju finansijskih regulatornih okvira u Švedskoj i globalno (Sveriges Riksdag, 2024). Riksbanka deli ulogu očuvanja finansijske stabilnosti sa još tri državne agencije. Tokom krize, odgovornost za očuvanje finansijske stabilnosti bila je podeljena sa Švedskom agencijom za nadzor finansijskog tržišta (nadzor banaka, osiguranja i finansijskih tržišta), SNDO (Sistem osiguranja depozita i garancije) i Ministarstvom finansija (rad na finansijskom zakonodavstvu i, npr. paketima

podrške bankama koji utiču na budžet vlade). Naime, interakcija između vlasti važna je kako u preventivnom radu, tako i u upravljanju krizama. Tokom krize saradnja između vlasti i usaglašen govor doveli su do povećanja poverenja u švedski finansijski sistem. Takođe, bitno je istaći da su finansijska stabilnost i monetarna politika međusobno zavisne. Ciljevi Riksbanke su održavanje stabilnosti cena i finansijske stabilnosti, a instrumenti koji se koriste za postizanje toga su monetarna politika i politika finansijske stabilnosti. Posmatrano sa stanovišta prakse ove dve politike su usko povezane. Bez stabilnog finansijskog sistema, postaje teško sprovesti efikasnu monetarnu politiku, jer će transmisioni mehanizam biti otežan. Slično tome, ekonomske posledice finansijske krize direktno bi uticale na stabilnost cena, ekonomski rast i zapošljavanje.

3. Transmisioni mehanizam

Pojedini autori opisuju ovo kao mehanizam širenja koji povezuje repo kamatnu stopu sa makroekonomskim ishodom (Fregert & Jonung, 2010, str. 399). Transmisioni mehanizam zapravo nije jedan već nekoliko različitih mehanizama koji deluju paralelno, putem različitih kanala. Transmisioni mehanizam sastoji se od više mehanizama koji utiču na inflaciju (neki mogu imati direktni uticaj na inflaciju, dok drugi mogu da imaju odloženi efekat).

Naime, pokazalo se da repo kamatna stopa počinje da utiče na inflaciju tek posle jedne do dve godine od njene promene (Fregert & Jonung, 2010). Prvo što se dešava pri promeni repo kamatne stope je da se dnevna kamatna stopa menja. Ostale kamatne stope sa dužim rokovima dospeća takođe su pod uticajem, ali efekat promene repo kamatne stope zavisi od toga koliko je očekivana promena. Može se zaključiti da kamatna stopa banaka na kredite i kamatna stopa na hartije od vrednosti zavise od stvarne i očekivane repo kamatne stope.

To znači da, kada se očekuje povećanje repo kamatne stope, tržišna kamatna stopa može početi da raste pre nego što dođe do stvarnog povećanja repo kamatne stope. Tržišna kamatna stopa utiče na ponudu i potražnju kroz tri kanala, a to su: kreditni kanal, kamatni kanal i kanal deviznog kursa. Kreditni kanal predstavlja kako monetarna politika utiče na potražnju preko banaka i finansijskih institucija. Pored toga, kamatni kanal predstavlja potražnju za robama i uslugama, a na kraju, kursni kanal uzima u obzir uticaj monetarne politike na vrednost valute. Kada dođe povećanje repo kamatne stope, svi ovi kanali su pod uticajem, što na kraju vodi ka nižoj inflaciji. Smanjenje stope ima suprotan rezultat, dakle vodi ka višoj inflaciji. Uobičajen način opisivanja transmisionog mehanizma monetarne politike je kroz sledeće kanale: kanal kamatne stope, kanal deviznog kursa, kanal cena imovine i kanal očekivanja.

3.1 Kanal kamatnih stopa

Kanal kamatnih stopa predstavlja glavni, a može se reći i školski kanal kojim se objašnjava i proučava uticaj kamatne stope na cene (Dimitrijević, 2008, str. 98). Naime, u makroekonomskim modelima koje sprovode centralne banke, transmisioni mehanizam je modeliran uz pretpostavku da je kamatna stopa najznačajniji kanal (Lojanica, 2018, str. 18). Ovaj kanal opisuje kako Riksbanka može da utiče na stanje kamatnih stopa i samim time koliko će biti visoka aktivnost u privredi, a što može imati uticaj na inflaciju. Dakle, ovo je najčešći kanal posredovanja putem kojeg se monetarna politika prenosi u ekonomiju, pre svega jer utiče na cene imovine, štednju, kreditiranje, ali i na očekivanja aktera

u ekonomiji (European Central Bank, 2024). Promena kamatne stope direktno utiče na kamatne stope na novčanom tržištu, a indirektno i na kamatne stope za zajmove i štednju koje banke nude svojim klijentima, što dovodi do promene u obimu potrošnje i investicija. Promena kamatne stope isto tako utiče na bogatstvo agenata, jer na primer povećanje kamatne stope dovodi do smanjenja ekonomske aktivnosti i smanjenja profita preduzeća. To rezultira manjim prinosom na tržištu akcija, što dalje vodi do manje potrošnje zbog smanjenja bogatstva investitora.

Važno je imati na umu da se normalan nivo kamatne stope menja u skladu sa opštim kamatnim okruženjem. Kamatna stopa koja je niža od normalnog nivoa stimuliše potražnju i inflaciju, dok kamatna stopa koja je viša ima restriktivan efekat. Opšte kamatno okruženje u Švedskoj je pod uticajem globalnih kamatnih trendova, koji su opadali tokom poslednjih nekoliko decenija. Ovo smanjenje nije posledica sve ekspanzivnije politike centralnih banaka, već visokog nivoa štednje u svetu. Kada je ponuda štednje visoka u odnosu na potražnju za štednjom, tj. za novcem koji se koristi za investicije, opšte kamatne stope se smanjuju. Pad opštih kamatnih stopa znači da sve kamatne stope, uključujući i referentne stope centralnih banaka se smanjuju. Normalan nivo referentne kamatne stope danas je niži nego pre nekoliko decenija. Dakle, nivo kamatne stope koji je ranije imao ekspanzivan efekat na ekonomiju može danas imati restriktivni efekat (Riksbank, 2024). Pitanje koje se može postaviti je kako promena referentne kamatne stope utiče na inflaciju?

U primeru koji sledi opisana je situacija kada je inflacija previsoka i Riksbanka povećava referentnu kamatnu stopu. Referentna kamatna stopa pre svega utiče na kratkoročne kamatne stope koje centralna banka nastoji da kontroliše. U slučaju Riksbanke, to je dnevna kamatna stopa, koja predstavlja kamatnu stopu koju banka plaća kada pozajmljuju novac jedna od druge. Kamatne stope na tržištu sa dužim rokovima dospeća su pod uticajem očekivanja o tome kakve će kratkoročne kamatne stope biti u budućnosti. To znači da povećanje dnevne kamatne stope širi uticaj i podiže druge kamatne stope u ekonomiji, kao što su kamate banaka i stambenih institucija. Za domaćinstva (stanovništvo) postoje privlačnije da štede kada su kamatne stope više. Pored toga, domaćinstva moraju da koriste veći deo svojih prihoda za plaćanje kamate za pozajmice. Oba ova faktora doprinose tome da domaćinstva troše manje na robu i usluge. Za preduzeća više kamatne stope znače da je skuplje finansirati investicije, pa upravo iz tog razloga manje investiraju u mašine i nekretnine. Kada domaćinstva smanje potrošnju, a preduzeća svoje investicije, to uzrokuje pad inflacije (Riksbank, 2024).

3.2 Kanal očekivanja

Još jedan važan kanal je kanal očekivanja. Očekivanja se odnose na predviđanja koja akteri u ekonomiji imaju, a tiču se toga šta će se dešavati u budućnosti i kako će delovati na osnovu tih očekivanja. Očekivanja o budućim odlukama o referentnoj kamatnoj stopi utiču na srednjoročne kamatne stope, a posebno imaju uticaj na dugoročne. Monetarna politika takođe, može uticati na očekivanja aktera o budućoj inflaciji, što dalje ima uticaj na cene. Većina velikih centralnih banaka sa visokim kredibilitetom redovno objavljuju svoja očekivanja o budućoj stabilnosti cena, što akterima na tržištu omogućava da ne nagađaju buduću nivo cena tako što unapred povećavaju ili smanjuju cene iz straha od buduće inflacije ili deflacije.

Kada je reč o ovom kanalu može se zaključiti da više kamatne stope smanjuju potražnju u ekonomiji. Budući da današnja potrošnja domaćinstava i investicija preduzeća zavisi od onoga što veruju o budućnosti ekonomije, potražnja isto tako može opasti ako očekuju više kamatne stope u budućnosti. Podizanje referentne kamatne stope od strane centralne banke i komunikacija o njenom nivou u budućnosti, npr. kada Riksbanka prilagođava svoju projekciju referentne kamatne stope, može stoga imati smanjujući efekat na ekonomiju putem očekivanja.

Koja očekivanja domaćinstva i preduzeća imaju o inflaciji u budućnosti, važna su za njen razvoj. Ako npr. se očekuje da će inflacija biti trajno visoka, oni prilagođavaju svoje odluke o cenama i platama prema tome. To dalje dovodi do visokih stopa rasta cena i plata, što vodi do toga da domaćinstva i preduzeća i dalje očekuju visoku inflaciju. Upravo to se događalo tokom 1970-ih i 1980-ih godina (Riksbank, 2024). S druge strane, ako se očekuje da će inflacija u budućnosti iznositi 2%, odluke o cenama i platama se prilagođavaju prema tome. Tada je i Riksbanci lakše da održava cilj. Dakle, deo kanala očekivanja stoga se odnosi na sprovođenje monetarne politike koja ukorenjuje očekivanja inflacije u ekonomiji na 2% (Riksbank, 2024).

3.3 Kanal deviznog kursa

Ovaj kanal takođe je relevantan kanal kojim monetarna politika utiče na ekonomiju, pod uslovom da je ekonomija otvorena. Kada kamatne stope rastu, vrednost valute takođe raste, što dovodi do nižih cena uvoznih proizvoda izraženih u domaćoj valuti. Vrednost valute, utiče na inflacioni trend na dva načina. Prvo, ako vrednost valute raste, cena uvoznih proizvoda pada, a drugo, utiče na ukupnu tražnju zemlje. Izvoz se smanjuje dok se uvoz povećava, što u suštini znači da se tražnja za domaćim proizvodima smanjuje, te se samim tim smanjuje i opšti nivo cena u zemlji (Banco Central do Brasil, 2024).

Dakle, promena referentne kamatne stope takođe utiče na devizni kurs. Kada švedske kamatne stope rastu u poređenju sa kamatnim stopama u inostranstvu, strani investitori postaju više zainteresovani za ulaganja u Švedsku jer im to pruža viši prinos u odnosu na ulaganja u drugim valutama. Ovo dovodi do povećanja potražnje za švedskom krunom. Kada potražnja za krunom raste, raste i cena krune, isto kao kada raste potražnja za bilo kojom drugom robom. S obzirom da je devizni kurs u odnosu na druge valute zapravo cena krune, devizni kurs krune postaje jači, tj. plaćamo manje za krunu, npr. jedan dolar ili jedan evro. To znači da švedska roba postaje skuplja za strana domaćinstva i preduzeća, što dovodi do smanjenja potražnje za švedskim proizvodima. Na taj način smanjuje se švedski izvoz u inostranstvo. Ovo doprinosi manjoj aktivnosti u švedskoj ekonomiji i vrši pritisak na smanjenje inflacije. Istovremeno, cene uvoznih proizvoda postaju jeftinije, što takođe doprinosi nižoj inflaciji (Riksbank, 2024).

3.4 Kanal cena imovine

Kamatne stope takođe utiču na cene različitih vrsta imovine. Više kamatne stope znače da je isplativije štediti na običnom bankovnom računu, što može dovesti do pada cena imovine poput akcija i nekretnina. Ovo takođe doprinosi smanjenju potrošnje, jer domaćinstva koja poseduju takvu imovinu postaju manje voljna da troše. Banke, koje koriste imovinu kao zalog, mogu postati manje voljne da odobravaju kredite domaćinstvima i preduzećima (Riksbank, 2024).

Važno je napomenuti da ne zavise sve promene u kamatnim stopama od promene referentne kamatne stope koju određuje Centralna banka, tj. od monetarne politike. Ako se opšti nivo kamatnih stopa promeni, a samim tim i normalan nivo referentne kamatne stope, to utiče na razvoj cena imovine. Činjenice da su opšte kamatne stope dugoročno gledano opale verovatno je važan razlog zašto su cene nekretnina danas više nego pre nekoliko decenija (Riksbank, 2024).

4. Finansijska kriza i tržište

Pojam reči „kriza“ vodi poreklo od grčke reči „krisis“ što u prevodu znači poremećaj, teško stanje. Sa ekonomskog aspekta posmatrano kriza se može definisati kao poremećaj ili teško stanje u privredi jedne zemlje koja pogađa neku od njenih privrednih grana. S druge strane, kriza može da ima i neviđene razmere i da pogodi celokupnu svetsku privredu i njenu ekonomiju i tada se govori o globalnoj finansijskoj krizi (Joldić et al., 2016, str. 52)

Finansijska kriza snažno je pogodila tržište. Prva faza finansijske krize započela je tokom leta 2007. godine, kada su cene nekretnina u Sjedinjenim Američkim Državama počele da padaju. Ovaj pad imao je negativan uticaj na finansijske institucije koje su finansirale veliki broj hipotekarnih kredita. Procena gubitaka od hipotekarnih kredita u SAD-u postalo je izazovno zbog neizvesnosti koja je bila vezana za pad cena nekretnina, a što je dovelo do pojave nesigurnosti između investitora i banaka. Sredinom septembra 2008. godine, finansijska kriza dosegla je svoj vrhunac, zahvativši Švedsku, ali i ostatak sveta. Bankrot američke investicione banke Lehman Brothers dodatno je pogoršao nedostatak poverenja tržišnih aktera u kreditnu sposobnost njihovih poslovnih partnera. Bitno je istaći da finansijski akteri koji su bili pogođeni ovim događajem bili su prisutni širom sveta, a ne samo u SAD-u (Sveriges Riksbank, 2012). Ovo je dovelo do smanjenja pristupa kreditima na finansijskim tržištima širom sveta, a neka tržišta su čak prestala ili su gotovo prestala da funkcionišu. Mnoge finansijske institucije koje su u ranijem periodu jeftino finansirale svoje aktivnosti putem kratkoročnih zajmova sada su se suočile sa problemima obnavljanja tih zajmova, a ukoliko bi i dobile nove zajmove, bili su u velikoj meri skuplji u odnosu na prethodne uslove. Bitno je istaći da je razlika u osnovnom spreadu, značajno je porasla, što je dodatno otežalo situaciju. Već postojeći međunarodni ekonomski pad u velikoj meri se produbio, a posebno je opao obim svetske trgovine, premašivši čak pad tokom Velike depresije.

5. Mere u vreme krize

Vlasti širom sveta započele su sprovoditi odlučne mere kako bi zaustavili negativan razvoj događaja. U Švedskoj su Riksbanka, vlada i druge institucije preduzele niz mera kako bi ublažile efekte međunarodne finansijske krize i poboljšale funkcionisanje finansijskih tržišta u zemlji. Bitno je istaći da su i učesnici na švedskom tržištu bili pogođeni opštom nestašicom finansiranja u američkom dolaru, a koja je nastala nakon bankrota Lehman Brothersa (Sveriges Riksbank, 2012). Upravo zbog toga Riksbanka je počela da pozajmljuje američke dolare švedskim bankama, delimično koristeći sredstva iz deviznih rezervi, a delimično putem privremene kreditne linije koju je američka centralna banka (Federal Reserve) ponudila Riksbanki i drugim centralnim bankama.

Ubrzo nakon toga, Riksbanka je počela da pozajmljuje švedske krune kako bi olakšala finansiranje banaka na nešto duži rok. Na primer, bankama su ponuđeni krediti u krunama sa rokom od tri i šest meseci. Na duži rok, ove mere imale su za cilj da olakšaju kreditno snabdevanje u Švedskoj i smanje različite premije rizika koje su ograničavale efikasnost monetarne politike na kamatne stope koje banke nude preduzećima i domaćinstvima (Calmfors et al, 2022).

5.1 Snižavanje referentne kamatne stope i uvođenje fiksnih zajmova

U ovom periodu došlo je do radikalne promene tradicionalne monetarne politike u mnogim zemljama širom sveta. Naime, 8. oktobra 2008. godine centralne banke u SAD-u, Velikoj Britaniji, Evrozoni, Kanadi, Švajcarskoj i Švedskoj izvršile su smanjenje referentne kamatne stope za 0,5 procentnih poena. Dodatna smanjenja usledila su kako se međunarodna ekonomska situacija nastavila pogoršavati, a što je imalo snažan uticaj i na švedsku ekonomiju. Švedska je bila teško pogođena globalnom recesijom i naknadnim kolapsom svetske trgovine jer je njena ekonomija izrazito zavisna od izvoza. Nakon pada od skoro 4% u poslednjem kvartalu 2008. godine, BNP Švedske dodatno je pao za 5% tokom 2009. godine (Konjunktur Institutet, 2009).

U periodu između oktobra 2008. i jula 2009. godine, referentna kamatna stopa smanjena je ukupno za 4,5 procentnih poena na istorijski niskih 0,25%. U julu 2009. godine, Riksbanka je najavila svoju nameru da zadrži kamatnu stopu na ovom niskom nivou više od godinu dana, tj. do jeseni 2010. godine. Takođe, donela je i odluku o prvom motivisanom zajmu. Naime, bankama je ponuđeno 100 milijardi kruna u zajmovima sa fiksnom i niskom kamatnom stopom na rok od 12 meseci (ovi zajmovi predstavljaju fiksne zajmove) (Goodfriend & King, 2024). Ova odluka doneta je na osnovu procene da je monetarni alat potrebno dopuniti vanrednim merama u trenutku kada se referentna kamatna stopa približavala svojoj donjoj granici, a potreba za stimulansom i dalje je postojala.

Dakle, pomoću ovih mera Riksbanka je želela da smanji veliku razliku između referentne kamatne stope i tržišnih kamatnih stopa sa kojima su se susretala domaćinstva i kompanije tokom ovog perioda, te na taj način doprinesu da monetarna politika ima željeni efekat. Važno je naglasiti da je Riksbanka ponudila tri fiksna zajma sa rokom od oko jedne godine i svaki je bio u vrednosti od 100 milijardi kruna (Berg et al., 2024). Zajmovi su dodeljivani putem aukcija kamatnih stopa, što znači da su učesnici na tržištu mogli da daju ponude na zajmove, navode željenu količinu i kamatnu stopu. Tehnički gledano, Riksbanka nije u potpunosti sama određivala fiksnu kamatnu stopu.

Međutim, Riksbanka je postavila minimalni nivo kamatne stope koji je bio jednak referentnoj kamatnoj stopi uz dodatak od 0,15 procentnih poena, što iznosi 0,40%. Bez obzira na veliko interesovanje učesnika za ponuđene zajmove, dodeljene kamatne stope bile su samo nekoliko procenata iznad najniže moguće ponuđene stope. Riksbanka je ukupno pozajmila 296,5 milijardi kruna u tri aukcije (Berg et al., 2024). Ukupni iznos nepodmirenih zajmova u švedskim krunama, kako po fiksnim tako i po promenljivim kamatnim stopa, iznosio je najviše 9% BNP-a.

5.2 Fiksni zajmovi kao podrška monetarne politike

Finansijska kriza dovela je do toga da transmisioni mehanizmi, tj. kanali (a pre svega kanal kamatnih stopa), ne funkcionišu normalno. Fiksni zajmovi imali su za cilj da to

ublaže i da doprinesu da monetarna politika postigne željene efekte. Očekivani efekti fiksnih zajmova na različite tržišne kamatne stope mogu se pojednostavljeno podeliti na dve komponente, a to su (Bauer & Rudebusch, 2011):

- Efekat likvidnosti- Fiksni zajmovi Riksbanke imali su u praksi dva cilja: povećati ponudu finansiranja bankarskog sistema i istovremeno smanjiti troškove finansiranja banaka tako što bi im omogućili da jeftinije pozajmljuju od Riksbanke nego sa tržišta. Sa fiksnim zajmovima, stvoren je veliki višak ponude krune u bankarskom sistemu, što je dovelo do niza različitih efekata na tržišne kamatne stope. Na primer, očekivalo se da će povećana dostupnost relativno dugoročnog i opsežnog finansiranja smanjiti rizik refinansiranja banaka, tj. rizik da banka koja treba finansiranje ne može da dobije na tržištima kapitala. Na ovaj način mogle bi se smanjiti likvidnosne premije i na taj način bi se doprinelo nižim tržišnim kamatnim stopama, uključujući niže kamatne stope na kredite domaćinstava i kompanija. S druge strane, još jedan efekat ovih zajmova bio je da banke iskoriste arbitražne mogućnosti koje su im ovi zajmovi omogućili. Pozajmljujući jeftino od Riksbanke i ulažući novac, na primer u hartije od vrednosti sa kamatom i sličnim rokom dospeća, ali sa višom kamatnom stopom, banka bi mogla da ostvari pozitivan prinos. Ovakva vrsta ulaganja mogla bi da doprinese povećanju cena ovih hartija od vrednosti i posledično smanjuju kamatne stope. Naime, pre prvog zajma očekivalo se da će se ovakvi potencijalni arbitražni efekti pre svega pojaviti kod kratkoročnih državnih i hipotekarnih obveznica.
- Efekti signalizacije- Fiksni zajmovi provedeni su kao dopuna tradicionalnoj monetarnoj politici koja je uključivala snižavanje referentne kamatne stope (repo stope) i istovremeno signalizira da će repo stopa ostati na niskom nivou tokom naredne godine. Ovi zajmovi imali su za cilj da povećaju poverenje u to da Riksbanka zaista namerava da vodi ekspanzivnu monetarnu politiku do jeseni 2010. Može se reći da je Riksbanka „ulagala novac“ u svoju sopstvenu prognozu za repo ratu, pozajmljujući novac po niskoj i fiksnj kamatnoj stopi sa rokom dospeća od jedne godine. Da bi se ovo razumelo važno je pre svega objasniti kako funkcioniše sistem upravljanja Riksbanke (Neesen et al., 2011). Dakle, količinu krune koja postoji u ekonomiji može regulisati samo Riksbanka, jer je platni sistem zatvoren. Ako ona obezbedi likvidnost u obliku zajmova bankama, dolazi do viška u platnom sistemu (pod uslovom da je sistem u početku u ravnoteži). Riksbanka ima nameru da balansira platni sistem svaki dan, što se postiže različitim tržišnim operacijama. Cilj je da se stvore dobri uslovi za postizanje stabilne dnevne kamatne stope blizu repo stope. Višak se balansira kroz nedeljne emisije sertifikata Riksbanke i kroz dnevne podešavajuće transakcije. Banke mogu odabrati da svoj višak plasiraju kod Riksbanke ili kroz sertifikate Riksbanke po repo rati ili kroz dnevne podešavajuće transakcije po repo rati -0,1 procentni poen (Neesen et al., 2011).

Za Riksbanku, fiksni zajmovi su mogli predstavljati gubitak ako bi repo stopa bila povećana, jer bi višak izazvan zajmovima morao biti kontinuirano puštan kroz redovne tržišne operacije Riksbanke, gde ona plaća kamatu vezanu za repo ratu. Prihodi od fiksnih zajmova, međutim, bili su vezani za kamatne stope na aukcijama tokom trajanja zajmova. Sve dok je Riksbanka držala svoju prognozu kamatne stope i održavala repo ratu na

0,25%, procenjeno je da će ostvariti mali profit, jer je kamatna stopa na fiksne zajmove bila oko 0,4 (što bi značilo da će Riksbanka imati pozitivan kamatni prihod). Ako bi Riksbanka odstupila od svoje prognoze i povećala repo ratu ranije nego što je signalizirano, to bi moglo dovesti do gubitaka. Na ovaj način, fiksni zajmovi su mogli pojačati signalizaciju Riksbanke da ozbiljno namerava da drži repo ratu na niskom nivou tokom dužeg perioda (Sveriges Riksbank, 2012).

Tokom proleća 2009., očekivanja u vezi sa monetarnom politikom, merama i terminskim kamatnim stopama i anketama, bila su viša od aktuelne stope repo stope. Donošenjem odluke o ponudi fiksnih zajmova, Riksbanka je očekivala da će povećati kredibilitet prognoze repo stope i da će se monetarna očekivanja smanjiti. Time bi fiksni zajmovi mogli doprineti tome da terminske kamatne stope i druge tržišne kamatne stope ostanu niske ili dodatno padnu, olakšavajući finansijske uslove za domaćinstva i kompanije.

5.3 Uticaj fiksnih zajmova na kamate

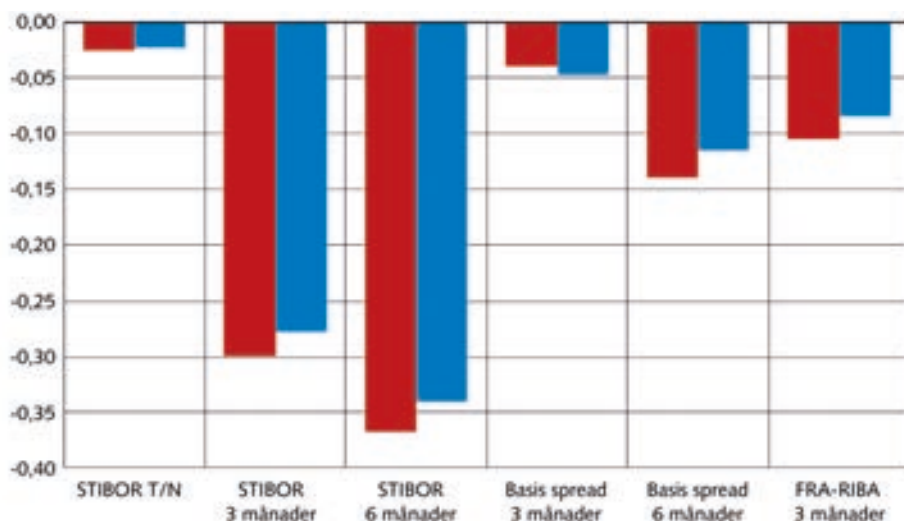
U ovom delu rada prikazan je uticaj fiksnih zajmova na niz različitih tržišnih kamatnih stopa, uključujući terminske kamatne stope, međubankarske kamatne stope i kamatne stope na obveznice. Istovremeno prikazane su promene u kamatnim razlikama (spredovima), poput razlike između dvogodišnjih hipotekarnih i državnih obveznica. Bitno je istaći da nije moguće potpuno izolovati efekte fiksnih zajmova od drugih faktora. Zajmovi su bili deo sveukupne monetarne politike koja je podrazumevala i tekuće odluke o kamatnim stopama i prognozu Riksbanke za repo ratu. Uprkos problemima merenja koje ovo izaziva, Riksbanka daje razumnu procenu kamatnih efekata koje su izazvali ovi fiksni zajmovi.

Naime, fiksni zajmovi smanjili su kratkoročne tržišne kamatne stope za oko 20 baznih poena. Na primer, međubankarske kamatne stope i kamatne stope na bankarske i korporativne sertifikate su smanjene, čime je kratkoročno finansiranje postalo jeftinije za finansijske i nefinansijske kompanije.

Takođe, kamatne stope na dugoročne finansijske instrumente, poput državnih i hipotekarnih obveznica, pale su kada je Riksbanka objavila kretanje kamate sa prognozom niske repo stope tokom dužeg perioda i istovremeno najavila fiksni zajam. Najveći efekti su primećeni za obveznice sa rokom dospeća do dve godine, gde su kamatne stope ukupno pale za oko 40 baznih poena. Niža očekivanja kamatnih stopa i niže premije za likvidnosni rizik su bile neki od ključnih faktora iza nižih kamatnih stopa na obveznice, ali je teško u potpunosti izolovati efekat koji se može pripisati samo fiksnim zajmovima, jer su i drugi događaji mogli uticati na švedsko tržište kamatnih stopa (Fromlet, 2023). Međutim, može se zaključiti da najava fiksnih zajmova nije imala značajan uticaj na devizni kurs.

5.4 Kamatne stope na novčanom tržištu

Tržište novca predstavlja mesto gde se trguje kratkoročnim zajmovima sa rokom dospeća do jedne godine. Efekti na međubankarske kamatne stope proučavaju takozvane STRIBOR stope za različite rokove dospeća. Ove međubankarske kamatne stope često se koriste kao referentne stope za mnoge vrste finansijskih ugovora, uključujući bankarske zajmove i prilikom određivanja cena za komercijalne hartije od vrednosti. Potencijalni efekti fiksnih zajmova na međubankarske kamatne stope tako imaju širi uticaj, što može dovesti do nižih kamatnih stopa za domaćinstva i kompanije. Na grafikonu koji sledi prikazane su promene kamatnih stopa za međubankarske stope sa različitim rokom dospeća.



Grafikon 1: Ukupni efekat na kratkoročne kamatne stope i razlike u kamatama pri informisanju o kreditima sa fiksnom kamatnom stopom (izraženo u procentnim poenima)

Izvor: Sveriges Riksbank, 2012.

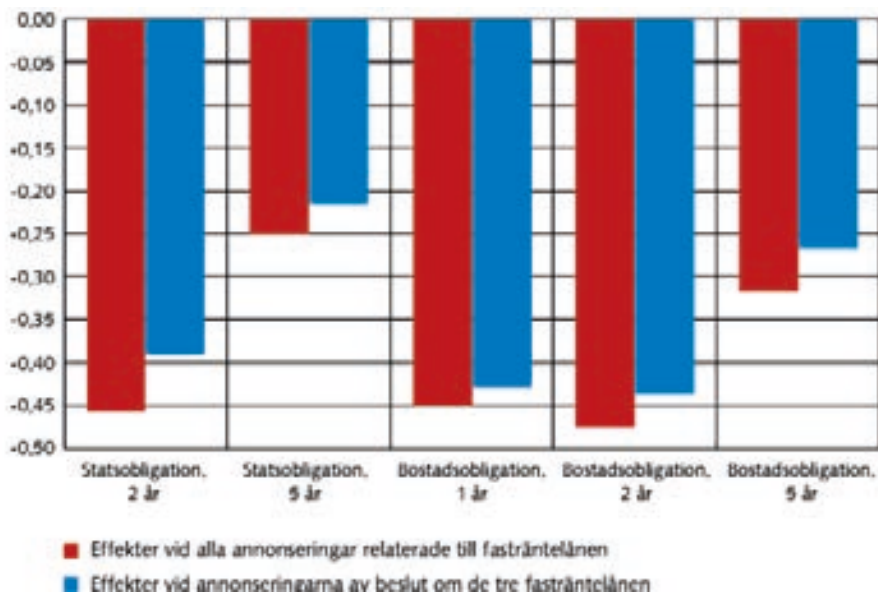
Grafikon prikazuje dve različite promene ukupnog efekta, a to su: jedna koja uključuje svih devet događaja povezanih sa fiksnim zajmovima (tamni stub) i jedna koja uključuje samo tri događaja kada su fiksni zajmovi prvi put najavljeni (svetli stub). Može se reći da su glavni efekti nastali tokom tri najave svakog od fiksnih zajmova. Međubankarska kamatna stopa s rokom dospeća od sutra do sledećeg dana (eng. Tomorrow to Next- T/N) ima visoku korelaciju sa repo ratom Riksbanke. Ova stopa ukupno je pala za 0,33 procentna poena između juna i decembra 2009. godine., tj. tokom perioda kada je Riksbanka izdala tri fiksna kredita (Flam et al., 2013). Od ukupnog pada T/N stope 0,25 procentnih poena može se pripisati smanjenju repo stope za 0,25 procentna poena u julu 2009. godine. Iz ovoga se može zaključiti da je preostalih 0,08 procentnih poena verovatno bilo povezano sa snažnim povećanjem likvidnosti u bankarskom sistemu zbog fiksnih zajmova. S druge strane, dugoročnije međubankarske kamatne stope sa rokom dospeća od tri i šest meseci smanjile su se za ukupno 0,30, odnosno 0,37 procentnih poena u vezi sa relevantnim danima najava (Sveriges Riksbank, 2012).

Takođe, potrebno je obratiti pažnju i na osnovni spread i FRA-RIBA spread. Ove mere ukazuju na razliku između međubankarske kamatne stope i prosečno očekivane jednodnevne kamatne stope za isti rok dospeća. Ova razlika predstavlja kamatnu kompenzaciju za likvidnosni i kreditni rizik. Takođe, je bitno istaći da su se i spread mere smanjile za 0,04-0,14 procentnih poena u vezi sa relevantnim najavama fiksnih zajmova. Između juna i decembra 2009. godine ove mere su se smanjile za 0,19-0,36 procentnih poena, ali tokom tako dugog vremenskog perioda drugi faktori osim fiksnih zajmova mogli su isto tako igrati važnu ulogu. Naime, odgovarajuće spread mere smanjene su i u drugim zemljama tokom ovog perioda, što ukazuje na smanjenje globalnog finansijskog rizika. Može se reći da je ovo doprinelo smanjenju rizika u švedskom bankarskom sistemu, koji je bio povećan to-

kom cele globalne finansijske krize. Ipak, čini se i da su najave fiksnih zajmova doprinele smanjenju kratkoročnih troškova zaduživanja za banke i preduzeća koja koriste tržišno finansiranje (Flam et al., 2013).

5.5 Kamatne stope na obveznice

Od fiksnih zajmova očekivalo se da će imati određeni efekat na neka dugoročna kamatonosna sredstva poput državnih i stambenih obveznica. S obzirom na to da su fiksni zajmovi imali rok dospeća od godinu dana, razumno je očekivati da će njihovi eventualni efekti biti najizraženiji na obveznicama sa rokom dospeća od oko dve godine ili kraće. Iz tog razloga bilo je potrebno analizirati promene u kamatnim stopama obveznica i različite mere razlika u kamatnim stopama (spreadove) koje bi mogle biti povezane sa likvidnosnim i kreditnim rizicima. Na grafikonu koji sledi prikazane su objedinjene promene kamatnih stopa za državne i stambene obveznice pri najavi fiksnih zajmova.



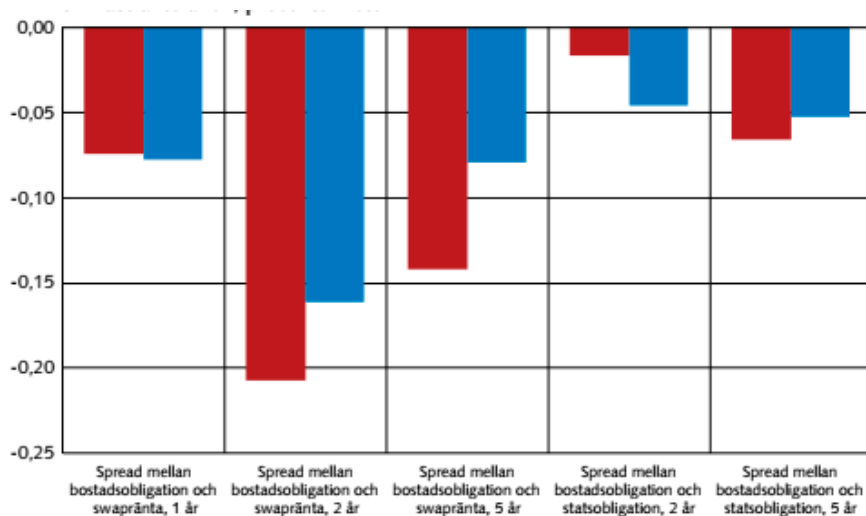
Grafikon 2: Ukupni efekat na kamatne stope obveznica prilikom informisanja o kreditima sa fiksnom kamatom (procentni poeni)

Izvor: Sveriges Riksbank, 2012.

Kamatne stope na državne obveznice sa rokom dospeća od dve i pet godina zabeležile su pad za 0,46, odnosno 0,25 procentnih poena. Smanjenje repo stope u julu 2009. godine može predstaviti, koliko se može proceniti, a to je najviše 0,10-0,20 procentnih poena od ukupne promene u ovim kamatnim stopama. Promene u kamatnim stopama obveznica mogu se objasniti likvidnosnim i signalnim efektima. Međutim, nije moguće potpuno izolovati ove efekte i odrediti koliko je svaki od njih doprineo ukupnom padu kamatnih stopa na obveznice.

S druge strane, kamatne stope na stambene obveznice (Bostadsobligation) pale su nešto više od kamatnih stopa na državne obveznice. Za roкове dospeća od jedne, dve i pet

godina, smanjenje je iznosilo 0,45, 0,47 odnosno 0,32 procentna poena. Efekti fiksnih zajmova na kamatne stope stambenih obveznica mogli su imati podršku od kupovine pokrivenih stambenih obveznica od strane ECB-a, koje su započele 6. jula 2009. godine i trajale tokom cele naredne godine. Kupovine ECB-a su se odnosile samo na tržišta pokrivenih obveznica emitovanih u evrima, ali su na margini mogle da olakšaju ukupnu finansijsku situaciju za švedske banke i stambene institucije koje se finansiraju emisijama u evrima (Flam et al., 2013). Na grafikonu koji sledi prikazano je kako se kamatna razlika (spread) između stambenih obveznica i odgovarajućih kamatnih swapova promenila u vezi sa fiksnim zajmovima.



Grafikon 3: Ukupan efekat na kamatne razlike hipotekarnih obveznica prilikom informacija o kreditima sa fiksnom kamatom (u procentnim poenima)

Izvor: Sveriges Riksbank, 2012.

Na grafikonu koji sledi prikazano je kako se kamatna razlika (spread) između stambenih obveznica i odgovarajućih kamatnih swapova promenila u vezi sa fiksnim zajmovima. Kamatne razlike za rokove od jedne, dve i pet godina smanjeni su za 0,07, 0,21, odnosno 0,14 procentnih poena. Veći deo ukupnog smanjenja kamatnih razlika između kamatnih stopa na stambene obveznice i swapove za rokove dospeća od jedne i dve godine, koje su zabeležene između juna i decembra 2009., dogodio se u vezi sa najavom fiksnih zajmova (sivi stub). Ovo smanjenje trebalo je da utiče na kamatne stope na stambene kredite za stanovništvo. Ova razlika u kamatnim stopama je važna mera dodatnog troška koji banke ili stambene institucije plaćaju za pretvaranje dugoročne finansijske stope u npr. tromesečnu kamatu, i samim tim je važan faktor koji utiče na kamatne stope stambenih kredita koje se odobravaju stanovništvu.

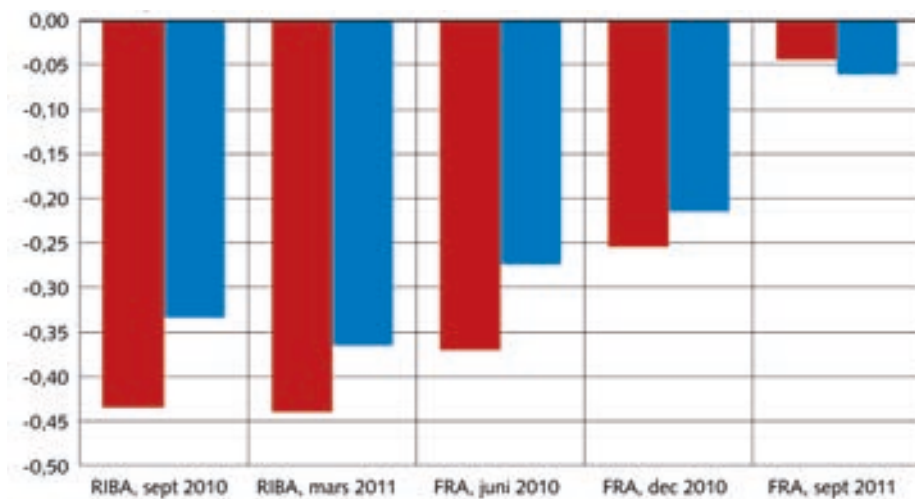
5.6 Kamatne stope na stambene kredite

Jedan od ciljeva fiksnih zajmova Riksbanke bio je da smanji opšti nivo kamatnih stopa u švedskoj ekonomiji, utičući na tržišne kamatne stope koje određuju troškove finansi-

ranja banaka. Promenljive kamatne stope na stambene kredite stanovništva pale su kada su se smanjili troškovi finansiranja. Jedan od ciljeva fiksnih zajmova Riksbanke bio je da snizi opšti nivo kamatnih stopa u švedskoj ekonomiji, utičući na tržišne kamatne stope koje određuju troškove finansiranja banaka. Promenljive kamatne stope na stambene kredite pale su za 0,42 procentna poena, sa 2,26 u junu pre prvog fiksnog zajma i na 1,84% u decembru nakon poslednjeg fiksnog zajma, što je više od smanjenja repo stope od 0,25 procentnih poena tokom tog perioda (Riksgalden, 2024). Bitno je istaći da su fiksni zajmovi doprineli održavanju niskih stopa na tržištu kao što su interbankarske stope i stopa na stambene obveznice, što je dovelo do nižih troškova finansiranja novih stambenih kredita za domaćinstva, ali i za banke i stambene institucije. Pre svega, fiksni zajmovi doprineli su odlaganju povećanja troškova finansiranja banaka. Viši troškovi finansiranja koji su uspostavljeni nakon 2010. godine delimično su rezultat toga što je cena rizika sada viša nego pre krize.

5.7 Očekivanja u vezi sa monetarnom politikom

Očekivanja u vezi sa monetarnom politikom u ovom periodu su opala. Na grafikonu koji sledi prikazane su sumirane promene u kamatama nekoliko različitih terminskih ugovora za tri dana kada su fiksni zajmovi objavljeni.



Grafikon 4: Ukupan efekat na kamatne stope na informacije o fiksnim kamatnim kreditima (procentni poeni)

Izvor: Sveriges Riksbank, 2012.

Grafikon prikazuje pet različitih terminskih ugovora i navedene su promene kako u RIBA, tako i u FRA ugovorima koja mere očekivanu referentnu kamatnu stopu na period od 1-2 godine u budućnosti. RIBA i FRA kamatne stope, takođe mogu biti pod uticajem drugih faktora (premijs rizika) osim očekivanja monetarne politike, ali za dnevne promene koje se mere pretpostavlja se da su ovi faktori konstantni. Ukoliko se pretpostavi da su premije rizika u RIBA i FRA kamatnim stopama ostale nepromenjene tokom perioda, ovi

rezultati mogu se tumačiti kao da su očekivanja monetarne politike na period od 1-1,5 godinu opala ukupno za 0,25-0,45 procentnih poena (crni stubovi). Međutim, ukupni efekat na terminskoj kamatnoj stopi sa periodom od oko dve godine bio je samo pad od 0,05 procentnih poena. Važno je napomenuti da je Riksbanka sa prvim fiksnim zajmom smanjila referentnu kamatnu stopu za 0,25 procentnih poena. Smanjenje kamatne stope bilo je gotovo 0,20 procentnih poena veće od očekivanja tržišnih aktera u proseku. Takođe, došlo je i do promena u kratkoročnim terminskim kamatnim stopama. Ovo je posledica iznenadnih odluka i to nije povezano sa fiksnim zajmom. U ukupnom zbiru, terminske kamatne stope su pale za 0,15-0,18 procentnih poena. Može se reći da je veći deo ovih promena nastao kao rezultat nepredviđenog smanjenja kamatnih stopa. Naime, najava prvog fiksnog zajma imala je mali uticaj na očekivanja monetarne politike. To je delimično bilo posledica činjenice da su tržišni akteri već sredinom juna počeli da razmatraju mogućnost da Riksbanka koristi fiksne zajmove za podršku sa niskom kamatnom stopom nakon što je ECB početkom maja 2009. najavila kredite sa fiksnom kamatom sa rokom od godinu dana. Dakle, efekat signalizacije fiksnog zajma mogao je biti uključen u terminske kamatne stope. Na primer, terminske kamatne stope su pale za 0,07-0,10 procentnih poena već u junu kada su špekulacije počele. Ako umesto toga se kombinuju promene u kamatnim stopama sa efektima u vezi sa najavom poslednja dva fiksna zajma, dobija se potencijalno bolja mera ukupnog efekta signalizacije (Sveriges Riksbank, 2012). Razlog za to je isključenje repo stope i uzima se u obzir da je prvi fiksni zajam u potpunosti/delimično već bio očekivan (u junu). Ukupan efekat tada iznosi 0,22-0,37 procentnih poena, kako se može videti po sivim stubovima. Na osnovu navedenog, može se zaključiti da su fiksni zajmovi imali primetne efekte na očekivanja monetarne politike.

5.8 Uticaj na devizni kurs

Pored uticaja na tržišne kamatne stope, ovi zajmovi mogu imati i signalne efekte na devizni kurs. S obzirom da devizno tržište reaguje na veliki broj informacija tokom jednog dana. Kada je reč o ovome, može se zaključiti da promene u TCW-indeksu i kursu krune prema evru i američkom dolaru pokazuje da ukupan uticaj fiksnih zajmova na devizni kurs nije bio posebno značajan. Primetno je da je kurs krune bio pogođen, posebno prilikom najave odluke o prvom fiksnom zajmu. U tom periodu krana je oslabila za 1,1% u odnosu na evro i za 3% u odnosu na dolar (Sveriges Riksbank, 2012). Prilikom najave preostala dva zajma, efekti na devizni kurs bili su manji, što čini da su ukupne mere dominantne. Pad krune u julu 2009. godine može isto tako biti posledica iznenađujućeg sniženja referentne kamatne stope na 0,25%. Može se zaključiti da fiksni zajmovi nisu imali jasan uticaj na vrednost krune.

6. Ukidanje vanrednih mera

Tokom 2010. godine, finansijska tržišta su postepeno počela da se oporavljaju. Švedske banke i druge finansijske institucije su dobile bolji pristup finansiranju preko privatnih tržišta. Takođe, Švedska ekonomija se znatno bolje razvijala nego što se očekivalo. BNP je porastao za 6,1% u 2010. godini, što je bilo veće povećanje u odnosu na prethodnu godinu. Ovaj porast bio je širok i primećen je u svim sektorima ekonomije. Tržište rada je isto tako pokazalo pozitivan trend, sa početkom smanjenja stope nezaposlenosti.

S obzirom na ovaj pozitivan razvoj, Riksbanka je počela da najavljuje svoju strategiju izlaska iz vanrednih situacija. Već krajem 2009. godine, Riksbanka je počela da povećava kamatne stope na kredite sa promenljivom kamatnom stopom koje su nastavile da nude bankama u cilju očuvanja stabilnosti. U 2010. godini, rokovi ovih kredita su isto tako postajali sve kraći. Na taj način, Riksbanka je postepeno pripremala banke za povratak na normalno stanje bez vanrednog pozajmljivanja.

S obzirom da su banke dobijale bolji pristup tržišnom finansiranju, a njeno pozajmljivanje postajalo je manje povoljno, banke su odlučile da ne produžavaju svoju zaduženost kod Riksbanke. U oktobru 2010., poslednji preostali fiksni zajam je vraćen, pri čemu je okončano vanredno pozajmljivanje od strane Riksbanke. Može se reći da je vanredno pozajmljivanje Riksbanke prvo značajno poraslo, da bi se zatim brzo smanjilo tokom 2010. godine. Paralelno sa ukidanjem vanrednog pozajmljivanja, ukupna monetarna politika je počela da se vraća u normalno stanje. Riksbanka nije menjala referentnu kamatnu stopu od 0,25% od jula 2009. U julu 2010., referentna kamatna stopa prvi put je povećana na 0,5%, a zatim su usledila još tri povećanja od 0,25%. Na kraju referentna kamatna stopa iznosila je 1,25% (Sveriges Riksbank, 2012).

Važno je istaći da su u praksi vanredne mere Riksbanke ukinute na relativno jednostavan način. Sa istekom fiksnih zajmova i bez mogućnosti obnavljanja, Riksbanka je u suštini okončala svoje vanredne mere. Tehnički gledano, strategija izlaska Riksbanke nije bila komplikovana, iako su zajmovi koji su dospevali za povrat obuhvatali relativno velike iznose u poređenju sa BNP-om. Takođe, Riksbanka je koristila kupovinu vrednosnih papira kao meru u kriznim situacijama, što je olakšalo planiranje i sprovođenje ukidanja vanrednih mera.

S druge strane, kada je Riksbanka okončala vanredno kreditiranje, očekivalo se da će kamatne stope na međubankarskim i tržištima obveznica ponovo porasti. Cilj fiksnih kamatnih stopa bio je da se te stope snize, smanjenjem premije za likvidni rizik. Kada je poslednji fiksni zajam dospeo na naplatu, zaista su porasle kamatne stope na ovim tržištima, ali su se isto tako pojavile i privremene poteškoće koje su dovele do povećanja volatilnosti, posebno na kratkoročnim novčanim tržištima (Sveriges Riksbank, 2012). Povećana zabrinutost na međubankarskim tržištima privremeno je uticala i na druge segmente tržišta, dovodeći do viših kamatnih stopa. Zašto su se ova „trenja“ pojavila i pored toga što je Riksbanka jasno prezentovala svoju strategiju izlaska iz krize, dok su banke imale pristup alternativnim izvorima finansiranja?

Kada su banke vraćale fiksne zajmove, likvidnost u bankarskom sistemu je brzo opala, što je pre svega uticalo na najkratkoročnije međubankarsko tržište, tj. Tržište dnevnih pozajmica. Očekivalo se da će doći do efekata na međubankarskom tržištu, ali njegov obim bilo je teško unapred proceniti. Tokom perioda kada je Riksbanka obezbeđivala velike količine likvidnosti, trgovina na tržištu dnevnih pozajmica drastično je opala, jer banke više nisu morale da pozajmljuju novac jedna od druge preko noći. Kada su krediti dospevali na naplatu, a likvidnost se smanjivala, banke su ponovo bile primorane da upravljaju svojim kratkoročnim finansiranjem tako što će izjednačavati svoje dnevne viškove i manjkove. Tokom ovog perioda, pojavila se nesigurnost oko toga koji iznosi i po kojoj kamatnoj stopi su banke bile spremne da pozajmljuju jedna drugoj bez obezbeđenja (Sveriges Riksbank, 2012). Zbog toga je kamatna stopa dnevnih pozajmica, koja je bila veoma niska i stabilna u odnosu na referentnu kamatnu stopu porasla. Nesigurnost na tržištu dnevnih pozajmi-

ca uticala je i na druge segmente tržišta i „pritisnula“ kamatne stope sa dužim rokovima. Povećana nesigurnost trajala je neko vreme i nakon što je poslednji veliki fiksni zajam dospelo na naplatu. Nakon toga banke su se dogovorile o novim uslovima na tržištu dnevnih pozajmica. Na taj način smanjena je nesigurnost u vezi sa pristupom i cenom dnevnih pozajmica. To je dalje dovelo do postepene stabilizacije situacije na ostalim novčanim tržištima i tržištima obveznica.

7. Finansijski akteri

Potrebno je naglasiti da su veliki viškovi likvidnosti koji su postojali dok su bili na snazi fiksni zajmovi skrivali nove pojave. Finansijska kriza doprinela je promenjenom rizičnom ponašanju švedskih banaka. Naime, banke su postale svesnije rizika u bankarskom sistemu nakon izbijanja krize, dok je njihova potreba da drže veće rezerve likvidnih sredstava kao deo upravljanja likvidnošću povećana. Efekti novog ponašanja postali su vidljivi tek kada je pristup viškovima likvidnosti opao, a banke ponovo morale da pozajmljuju i daju pozajmice jedna drugoj na međubankarskim i dnevnim tržištima. Posledica veće svesti o riziku i većih likvidnosnih rezervi je bila veća cena likvidnosti u vidu viših premija za likvidnosni rizik. Pre finansijske krize ove premije su bile dosta niske. Nije bilo iznenađenje što su prosečne premije za rizik na švedskom novčanom tržištu i tržištu obveznica postale veće nakon ukidanja vanrednih mera. Prilagođavanje novoj situaciji verovatno je bilo više volatilno nego što su tržišni akteri očekivali. Promenjeno upravljanje likvidnošću i povećana svest o riziku nisu jedinstveni samo za švedske banke. I strani tržišni akteri pokazali su ovo ponašanje i nastojali su da drže više likvidnih sredstava nego pre početka finansijske krize (Sveriges Riksbank, 2012).

Međutim, ne samo promenjeno rizično ponašanje banaka u vezi sa upravljanjem likvidnošću izazvalo je povećanu volatilnost na tržištu. Banke su same bile dobro pripremljene za vraćanje svojih kredita Riksbanci i imale su pristup dugoročnom tržišnom finansiranju. Međutim, bilo je nekoliko drugih tržišnih aktera koji su imali korist od niskih i stabilnih međubankarskih kamatnih stopa koje su doprineli viškovi likvidnosti. Pojavile su se arbitražne prilike u kojima su akteri, pomoću jeftinog kratkoročnog finansiranja, mogli da investiraju u duge obveznice, kao što su stambene obveznice. Kada su kratkoročne međubankarske kamatne stope porasle, a jeftino finansiranje, nestalo, ovakva vrsta investiranja više nije bila isplativa, pa su akteri odlučili da prodaju svoje pozicije, što je dovelo do pada cena i viših kamatnih stopa.

Normalno je da se pojave neke poteškoće kada se tržište prilagođava situaciji, tj. prelazi iz velikog viška likvidnosti u bankarskom sistemu ka normalnom stanju. Prilikom ukidanja mera pokazalo se da nisu svi tržišni akteri bili potpuno spremni na posledice ukidanja. Jedna od lekcija koja se naučila iz strategije Riksbanke je da se teško može unapred predvideti niz reakcija koje mogu nastati kada se nakon dugog perioda, povuče veliki višak likvidnosti i vrati se na normalniji način upravljanja likvidnošću (Sveriges Riksbank, 2012).

8 Zaključak

Monetarni sistem Riksbanke pokazao se uspešnim kako u normalnim uslovima, tako i tokom nedavne finansijske krize. U normalnim okolnostima, Riksbanka koristi nekoliko instrumenata za sprovođenje monetarne politike. Međutim, tokom finansijske krize ona

je sprovela niz promena u svom sistemu upravljanja i preduzela niz vanrednih mera. Pre svega davala je zajmove bankama u švedskim krunama i američkim dolarima.

Druge centralne banke isto tako su sprovele slične vanredne mere. Najveća razlika u poređenju sa drugim centralnim bankama je što Riksbanka nije kupovala hartije od vrednosti kao meru za krizne situacije. Međutim, opcija kupovine obveznica, kao što su državne ili stambene, bila je razmatrana u Riksbanci. Međutim, ocenjeno je da su fiksni zajmovi, u kombinaciji sa ostalim monetarnim merama bili dovoljni da se nose sa situacijom i da dodatne mere nisu potrebne. Na osnovu prikazanih podataka može se zaključiti da su efekti fiksnih zajmova doprineli povoljnijim finansijskim uslovima u Švedskoj. Iako je repo stopa dostigla ono što je percipirano kao donja granica, Riksbanka je uspeła da se suprotstavi slabom ekonomskom razvoju čineći monetarnu politiku ekspanzivnijom. Kao rezultat toga i kratkoročne kamatne stope na tržištu novca i obveznica, kao i promenljive kamatne stope na stambene kredite, postale su niže. Može se zaključiti da ovakvi fiksni zajmovi mogu uticati na tržišne kamatne stope, bar kada finansijska tržišta ne funkcionišu bez poremećaja.

Iskustva iz finansijske krize pokazuju koliko je važno da Riksbanka ima spremnost da brzo preduzme odgovarajuće vanredne mere kada se javi potreba za tim. Nije isključeno da će i u budućnosti biti potrebno sprovoditi i druge mere, kao što je kupovina hartija od vrednosti. Još jedno važno iskustvo je da promene i nove mere zahtevaju i određene pripreme pre nego što se mogu sprovesti u praksi. To može, na primer podrazumevati razvoj novih procedura, ugovora i sistema. Stoga je prednost ako Riksbanka ima infrastrukturu već pripremljenu u normalnim uslovima, tako da potreba za dugoročnijim pripremama bude manja u situaciji kada su vanredne mere potrebne brzo. Zbog toga je Riksbanka odlučila, da dopuni svoj monetarni alat švedskim portfeljem obveznica. Ovom merom, Riksbanka je osigurala da ima sistem, procedure i znanje koje je neophodno za buduće vanredne mere.

Riksbanka je predstavila svoju strategiju i na taj način pokušala da pripremi banke za situaciju bez likvidnosne podrške. Kako su banke dobijale bolji pristup tržišnom finansiranju, a pozajmljivanje od Riksbanke postajalo skuplje i nudilo se sa kraćim rokovima, banke su bile ohrabrene da puste da krediti kod Riksbanke dospeju. Prebacivanje banaka sa obimne likvidnosne podrške na potpuno tržišno finansiranje dogodilo se postepeno i bilo je bez nekih većih problema.

Međutim volatilitnost na tržištima novca i obveznica koja se pojavila nakon što je Riksbanka ukinula svoje vanredne mere trajala je nekoliko nedelja pre nego što se situacija stabilizovala. Takođe, kratkoročno tržište novca je i dalje, pokazivalo veću volatilitnost i više kamatne stope, u odnosu na period pre finansijske krize. Može se reći da je ovo delom posledica toga što su banke postale svesnije rizika u bankarskom sistemu, dok je njihova potreba da drže veće rezerve likvidnih sredstava kao deo upravljanja likvidnošću porasla. Takođe, dužnička kriza u Evropi doprinela je višim premijama rizika i povećanoj tržišnoj nesigurnosti, što isto tako utiče na švedsko tržište kamata i valuta. S obzirom na to da su rizične premije više nego pre početka krize, za to ima nekoliko razloga. Takođe, nije verovatno da će se one vratiti na niske nivoe koji su bili pre finansijske krize. Trebalo bi istaći da je Riksbanka odlučila da ukine vanredne mere tokom perioda relativno povoljnijih uslova. Stanje na finansijskim tržištima se poboljšalo, švedska ekonomija se brzo oporavila, a ostale centralne banke su nastavile da snabdevaju tržišta velikim viškovima likvidnosti. Jedno je važno naglasiti, a to je da bez obzira na pripreme, teško je unapred predvideti sve posledice ukidanja vanrednih mera.

Literatura

- Apel, M., & Claussen, C. (2012). Penningpolitik, ränta och rikstagande (Penning och valutapolitik 2012.2). Stockholm: Sveriges riksbank.
- Bauer, M., & Rudebusch, G. (2011). The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases (Working Paper 2011-21). San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Berg, C., Meyersson, P., & Molin, J. (02.06.2024.). Riksbanken. Preuzeto sa Dramatiska år globalt och i Sverige: den ekonomiska utvecklingen 2006-2017: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/pov/artiklar/svenska/2018/181221/20184-dramatiska-ar-globalt-och-i-sverige-den-ekonomiska-utvecklingen-2006-2017.pdf>
- Calmfors, L., Hassler, J., & Seim, A. (2022). Samspel för stabilitet-en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans-och penningpolitik. Stockholm: Elanders Sverige AB.
- Dimitrijević, J. (2008). Monetarna politika-kanali transmisije na cene: godinu dana ciljane inflacije. Kvartalni monitor, FREN, Beograd, 92-108.
- Flam, H., Danielsson, P., & Rodhe, R. (2013). Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning. Stockholm: Elanders Sverige AB.
- Fromlet, P. (2023). Effekterna av högre räntor i euroområdet – vad blir påverkan på Sverige? (Riksgäldskommentar). Stockholm: Riksgälden.
- Goodfriend, M., & King, M. (01.6.2024.). Riksdagen. Preuzeto sa Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2010–2015: <https://data.riksdagen.se/dokument/H30WRFR6>
- Joldić, N., Vasiljević, S., & Krstić, S. (2016). Globalne ekonomske krize kao posledica kapitalizma. Oditor, 52-62.
- Konjunktur Institutet. (2009). Konjunkturläget. Stockholm: Konjunktur Institutet.
- Lazarević, Ž. (2012). Istorijske odlike bankarstva u Skandinaviji. Bankarstvo, no.6, 38-73.
- Lojanica, N. (2018). Makroekonomski efekti monetarne transmisije u Srbiji: SVAR pristup. Bankarstvo, vol.47, br. 1, 14-31.
- Neesen, M., Sellin, P., & Åsberg Sommar, P. (2011). det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen (Ekonomisk kommentar nr 1). Stockholm: Sveriges riksbank.
- Riksbank. (02.06.2024.). Riksbank. Preuzeto sa Archive: <https://archive.riksbank.se/>
- Riksgalden. (04.06.2024.). Preuzeto sa https://www.riksdagen.se/globalassets/dokument_sve/skuld/upplaning/underlag_till_utvardering_av_statsskultsforvaltningen_2010.pdf
- Sellin, P., & Åsberg Sommar, P. (2011). Översyn av Riksbankens penningpolitiska styrsystem (Penning och valutapolitik 2012.2). Stockholm: Sveriges riksbank.
- Sveriges Riksbank. (2012). Penning och valutapolitik 2012. Stockholm: Sveriges Riksbank.
- Sveriges Riksdag. (01.06.2024.). Sveriges Riksdag. Preuzeto sa Lag (2022:1568) om Sveriges riksbank: https://www.riksdagen.se/sv/dokument-och-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-20221568-om-sveriges-riksbank_sfs-2022-1568/