



ВИСОКА ПОСЛОВНА ШКОЛА  
СТРУКОВНИХ СТУДИЈА – БЛАЦЕ  
Часопис из области економије, менаџмента и  
информатике „БизИнфо“  
Број 3/2011, стр. 15-24  
Адреса: Краља Петра I, бр.70, 18420 Блаце

## ОБАВЕЗНА РЕЗЕРВА – НЕОПХОДАН ИЛИ НЕПОТРЕБАН ИНСТРУМЕНТ МОНЕТАРНОГ РЕГУЛИСАЊА?

## RESERVE REQUIREMENTS – NECESSARY OR UNNECESSARY INSTRUMENT OF MONETARY REGULATION

Ненад П. Хафнер  
ЈП „Нишстан“ Ниш

**Резиме:** Овај рад се бави преиспитивањем улоге обавезне резерве као инструмента монетарне политике. Стопа обавезне резерве је инструмент који користи преко 90 % централних банака у свету, па је самим тим оправдана потреба да се укаже на разлоге који би ишли у прилог овог инструмента или би, пак, требало указати на разлоге због којих би се овај инструмент сматрао превазиђеним на савременим финансијским тржиштима. У разматрању различитих теоријских ставова и емпијских података, дошло се до закључка да стопа обавезне резерве представља ригидан инструмент монетарне политике, који је у многим развијеним земљама укинут или са ниском стопом, док је у транзиционим финансијским системима још увек међу често коришћеним инструментима монетарног регулисања, са релативно високим стопама.

**Кључне речи:** обавезна резерва, монетарна политика, централна банка, транзиција

**Abstract:** This paper focuses on examining the role of reserve requirements as an instrument of monetary policy. The required reserve rate is the instrument used by over 90 % of central banks in the world, and thus is a justified need to identify the reasons that went in favor of this instrument, or should, in turn, indicate the reasons why

*this instrument is considered outdated in modern financial markets. In considering the various theoretical positions and empirical data, it was concluded that the rate of required reserves represents a rigid monetary policy instrument, which in many developed countries abolished or with a low rate, while in the transitional financial systems are still among the most frequently used instruments of monetary regulation, with relatively high rates.*

**Key words:** *reserve requirements, monetary policy, central bank, transition*

## 1. УВОД

Централна банка је институција финансијског система која има велику и важну улогу у управљању целокупног поменутог система. Њена улога огледа се у бројним функцијама које су јој у надлежности. Међутим, најзначајније функције централне банке су: вођење монетарне политике; зајмодавац у крајњој инстанци (lender of last resort); и, супервизорска функција.<sup>1</sup> Вођење монетарне политике је заправо тај део у управљању финансијским системом земље у ком се испољава највећа одговорност централне банке, с обзиром да је монетарна политика „скуп правила, прописа, мера и инструмената којима се регулише ниво, структура и динамика новчане масе, као и циркулација новца у прометним каналима процеса репродукције“<sup>2</sup>.

Вођење монетарне политике је веома сложен процес у којем централна банка остварује задате циљеве. Главни циљеви које монетарна политика треба да оствари су углавном исти у свим финансијским системима, а то су достизање одређеног нивоа производње, инфлације и стопе незапослености. То су дугорочни, општи циљеви монетарне политике који се остварују уз помоћ остваривања краткорочних, односно посредних циљева, а који се огледају кроз достизање одређеног нивоа монетарних агрегата, каматних стопа, девизног курса итд. Ови циљеви, посредни а преко њих и основни, остварују се коришћењем одређених инструмената монетарне политике. Инструменти који се

---

<sup>1</sup> Ђуровић-Тодоровић, Ј. *Монетарна економија*, Економски факултет Ниш, 2010., стр. 152

<sup>2</sup> Исто, стр. 165

најчешће користе у највећем броју централних банака у свету су:<sup>3</sup> стопа обавезних резерви; есконтна (дисконтна) стопа; операције на отвореном тржишту; редисконтни кредити банкама; специјални депозити; и директивне мере.

Управо први наведени инструмент монетарног регулисања, стопа обавезне резерве, биће предмет инстраживања у овом раду. Ово стога јер се у савременим условима често намеће питање да ли је обавезна резерва и даље актуелан и неопходан или је, пак, превазиђен и непотребан инструмент монетарне политике. Јер, „у развијеним земљама долази до промене концепта монетарног регулисања са смањивањем тежишта регулисања понуде банкарских кредита путем регулисања примарног новца у корист регулисања тражње кредита на бази висине каматних стопа на финансијском тржишту“<sup>4</sup>.

## **2. ТЕОРИЈСКЕ ПОСТАВКЕ СТОПЕ ОБАВЕЗНЕ РЕЗЕРВЕ КАО ИНСТРУМЕНТ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ**

Обавезна резерва је инструмент монетарне политике који преко трансмисионих канала понуде кредита, каматне стопе и контроле прилива иностраног капитала, утиче на економску активност, цене и инфлацију. Заправо, она представља део новчаног износа депозита који су банке принуђене да одвоје на своје рачуне код централне банке и тај износ представља резерву ликвидности појединачне банке и целог банкарског система.

Bernanke и Blinder (1988) дали су велики допринос у теоријском објашњењу утицаја стопе обавезне резерве преко кредитног канала. Претпоставком да су обавезне резерве ( $rr$ ) фиксне, а да се актива посматране банке састоји из пласираних кредита ( $K$ ), хартија од вредности ( $NOV$ ) и обавезних резерви ( $OR$ ), а пасива од депозита ( $D$ ), добијамо једначину за кредитне пласмане

$$K = (1 - rr) * D - NOV$$

---

<sup>3</sup> Ђуровић-Годоровић, Ј., Јовановић, М., Крстић, Б. *Монетарни и фискални менаџмент*, Економски факултет Ниш, 2007., стр. 163

<sup>4</sup> Ђуровић-Годоровић, Ј. *Монетарна економија*, Економски факултет Ниш, 2010., стр. 202

која показује да је износ кредита зависан од висине стопе обавезне резерве.<sup>5</sup> Дакле, смањењем стопе обавезне резерве, повећава се износ средстава који може бити употребљен за пласирање путем кредита. Супротно, повећање стопе обавезне резерве смањује кредитни потенцијал банака, јер су банке у обавези да већи део својих средстава одвоје за обавезну резерву код централне банке. То узрокује смањење понуде новца и повећање његове цене, односно повећање каматних стопа. Банке прибегавају повећању каматних стопа да би покриле пропуштену добит, коју су могле да остваре када би биле у стању да пласирају и део средстава намењених обавезним резервама. У финансијској теорији се то често означава као „опорезивање“ банака, које оне преваљују на своје клијенте повећањем каматних стопа на кредите (активне каматне стопе) или смањивањем камата на депозите (пасивне каматне стопе). Са друге стране, раст цене кредита доводи до раста трошкова финалне производње и раста инфлације, али и ствара услове за увођење нових финансијских инструмената помоћу којих банке избегавају издвајање обавезних резерви. Посебно се то односи на финансијска тржишта развијених земаља на чијим финансијским тржиштима се тргује мноштвом инструмената.

У теоријским разматрањима се истичу три главна разлога за наметањем обавезних резерви<sup>6</sup>: пруденцијални, односно заштитни, у смислу заштите од ризика ликвидности и солвентности; монетарна контрола, у смислу утицаја на монетарне агрегате и преко њих на инфлацију; и, управљање ликвидношћу, у смислу да централна банка може да управља вишковима или мањковима резерви на тај начин да се не угрози остваривање циљева монетарне политике.

Као инструмент монетарне политике стопа обавезне резерве је корисна и у погледу креирања стабилне потражње банака за депозитима, што може бити главно оправдање за наставак коришћења овог инструмента<sup>7</sup>. Осим тога, стопа обавезних

---

<sup>5</sup> Палић, М., Тасић, Н., „Ефикасност стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике“, Радни папири, НБС, 2008., стр. 2

<sup>6</sup> Gray, S., “Central Bank Balances and Reserve Requirements”, WP/11/36, International Monetary Fund, 2011., page 5

<sup>7</sup> Исто, страна 13

резерви делује и на монетарни мултипликатор, чинећи га стабилнијим и лакше предвидљивим и на тај начин контролише новчану и кредитну експанзију. Стопа обавезних резерви је обрнуто пропорционална монетарном мултипликатору што значи да се приликом повећања стопе обавезних резерви врши успоравање раста новчане масе и кредитних пласмана и обрнуто.

У теорији, централне банке могу да изаберу један од три концепта обавезних резерви са аспекта оптималног нивоа.<sup>8</sup> Први концепт је да се стопа обавезних резерви утврди на нултом нивоу, што пропагирају поборници кејнзијанаца. Други концепт је да се стопа обавезних резерви утврди на стопи од 100%, што је теза монетариста. Трећи, најчешћи и најразноврснији концепт је да се стопа обавезних резерви утврди између нултог и стотог процента. Поред тога, централна банка може одлучити и које врсте депозита ће оптеретити обавезом издвајања резерви. И ту постоје три концепта обавезне резерве.<sup>9</sup> Први полази од тога да основицу за обрачун обавезне резерве чине само трансакциони депозити. Други у обавезне резерве укучује све депозите по јединственој стопи. Трећи концепт представља комбинацију прва два како по структури депозита тако и по диференцирању стопе обавезних резерви за различите врсте депозита према рочности.

Наравно, нити у једној стратегији вођења монетарне политике не постоји само један инструмент којим се регулише та област, већ се користи микс инструмената који заједно делују на монетарни систем а преко њега и на остале системе економске политике. Међутим, стопа обавезне резерве као инструмент монетарне политике је један од најчешће коришћених инструмената у великом броју земаља.

### **3. СТОПА ОБАВЕЗНЕ РЕЗЕРВЕ У РАЗВИЈЕНИМ ЗЕМЉАМА – ПРЕИСПИТИВАЊЕ ЊЕНЕ УЛОГЕ**

Ипак, у последње две деценије многе су централне банке преиспитале значај и улогу овог инструмента монетарне политике и његове домете у остваривању задатих циљева од

---

<sup>8</sup> Ђуровић-Годоровић, Ј. *Монетарна економија*, Економски факултет Ниш, 2010., стр. 205

<sup>9</sup> Ђуровић, М., *Монетарна економија*, ЕЦПД, Београд, стр. 297

стране монетарних власти. Неке земље су чак потпуно укинуле стопу обавезних резерви као инструмента монетарног регулисања, као што су Белгија, Данска, Шведска, Норвешка, Канада, Аустралија и Нови Зеланд, па чак и Велика Британија, која је била једна од земаља где се она дуго користила.

Европска Централна банка је у своју монетарну стратегију укључила и употребу стопе обавезне резерве, која има за циљ да стабилизује каматне стопе на новчаном тржишту, пружајући подстрек финансијским институцијама да се изборе са ефектима тренутних краткорочних флукуација ликвидности, као и структурних недостатака ликвидности. У овој централној банци се користи концепт диференциране стопе обавезних резерви, где се за трансакционе и депозите рочности до две године, као и на хартије од вредности са роком доспећа до две године примењује позитивна стопа обавезних резерви од 2 %, док се за депозите и хартије од вредности са роком доспећа преко две године примењује нулта стопа обавезних резерви.<sup>10</sup>

Америчка централна банка ФЕД (Federal Reserve Bank) користи стопу обавезних резерви као један од сталних инструмената монетарне политике. ФЕД је надлежан за промене ове стопе још од тридесетих година двадесетог века, али је утицај промена у стопи обавезних резерви на новчану масу и каматне стопе веома велики, па се промена овог инструмента веома ретко користи.<sup>11</sup> Током деведесетих година двадесетог века и ФЕД је испратио тренд смањивања стопе обавезних резерви, диференцирање стопе обавезне резерве са аспекта величине трансакционих депозита, као и издвајање одређених делова пасиве банкарског система из основице за обрачун обавезних резерви, као што су орочени депозити.<sup>12</sup> За трансакционе депозите у висини до 10,7 милиона долара примењује се нулта стопа, између 10,7 и 58,8 милиона долара примењује се стопа од 3 %, а преко 58,8 милиона долара стопа је 10%. Карактеристично је и да је ФЕД међу првим централним банкама које су увеле и каматну стопу за издвојена

---

<sup>10</sup> [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

<sup>11</sup> Mishkin, F., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, седмо издање, Дата Статус, Београд, 2006., стр. 405

<sup>12</sup> Исто, стр. 406

средства обавезних резерви које банке држе код ове институције и ова камата износи 0,25%.<sup>13</sup>

Који су разлози утицали на то да се постави питање корисности овог инструмента монетарног регулисања? Пре свега, неколико је разлога који се сматрају заслужним. Прво, током последње две деценије многе централне банке су преусмериле своје оперативне процедуре ка контроли краткорочних каматних стопа.<sup>14</sup> Друго, небанкарске финансијске институције, које све више добијају на значају захваљујући дерегулацији на финансијском тржишту, постају конкуренција банкама у прикупљању депозита који нису обухваћени обавезом за издвајањем обавезних резерви.<sup>15</sup> Међутим, у САД је донет Закон о дерегулацији депозитних институција и монетарној контроли којим су „све депозитне институције, укључујући комерцијалне банке, штедно-кредитне организације, штедионице и кредитне уније, предмет истих захтева за резервама“<sup>16</sup>. Треће, финансијске иновације могу овај инструмент монетарне политике учинити неефикасним на тај начин што ће нови финансијски инструменти прикупљати депозите али бити изузети из обавезе издвајања резерви. Четврто, стопа обавезне резерве представља ригидан инструмент монетарне политике чији ефекти нису видљиви у кратком временском периоду, а уз то и мале промене у стопи обавезне резерве могу изазвати знатне промене, па је неподесан за изненадне шокове на тржишту новца<sup>17</sup>.

## 5. СТОПА ОБАВЕЗНЕ РЕЗЕРВЕ У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ И СРБИЈИ

У земљама у транзицији, обавезне резерве као инструмент монетарне политике се још увек користе, а стопа је на вишем нивоу у односу на већину развијених земаља. С обзиром да су

---

<sup>13</sup> [www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm)

<sup>14</sup> Di Giorgio, G., "Financial development and reserve requirements", Journal of Banking & Finance 23, 1999., page 1033

<sup>15</sup> Clinton, K., "Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements", Working Paper 97-8, Canada, 1997., page 3

<sup>16</sup> Mishkin, F., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, седмо издање, Дата Статус, Београд, 2006., стр. 405

<sup>17</sup> Живковић, А., Кожегинац, Г., *Монетарна економија*, Економски факултет, Београд, 2006., стр. 491

достигнути резултати транзиције различити од земље до земље, разликује се и степен употребе као и висина стопе обавезних резерви. Очигледно је, међутим, да су оне земље чији су резултати процеса транзиције позитивни, свеле стопу обавезних резерви на онај ниво који је најчешћи и у најразвијенијим светским привредама. Пример за то су Чешка, Мађарска и Пољска. У Чешкој и Мађарској се примењује стопа обавезних резерви од 2%, док се у Пољској примењује диференцирана стопа која се креће у распону од 0 до 3%.

Транзиционе привреде у окружењу још увек имају високе стопе обавезних резерви. У Босни и Херцеговини стопа обавезних резерви износи између 10-15%, у Црној Гори, где је због специфичности монетарног система, обавезна резерва основни инструмент монетарне политике, стопа износи 10%, у Хрватској се стопа обавезних резерви временом смањује и тренутно износи 13%.

Српска привреда се налази у периоду закаснеле транзиције, што се огледа и у финансијском систему иако је то сегмент са највише позитивних промена. У таквом систему, Народна Банка Србије, међу осталим инструментима монетарне политике, користи и стопу обавезне резерве као помоћни инструмент, који утиче на смањење или проширење кредитног потенцијала пословних банака и повлачење, односно креирање допунске ликвидности банака<sup>18</sup>. Иако се релативно често мењала у последњој деценији, још увек је међу највишим у региону. Стопа обавезних резерви се обрачунава по диференцираним стопама, зависно од валуте:

- динарски депозити
  - 5 % на динарске депозите са роком доспећа до две године
  - 0 % на динарске депозите са роком преко две године
- девизни депозити
  - 30 % на девизне депозите са роком доспећа до две године
  - 25 % на девизне депозите са роком доспећа преко две године

---

<sup>18</sup> Ђуровић-Тодоровић, Ј. *Монетарна економија*, Економски факултет Ниш, 2010., стр. 206

НБС плаћа банкама камату на издвојене резерве у висини од 2,5 % на годишњем нивоу.

Општа је одлика транзиционих привреда да је „акцент монетарног регулисања стављен на регулацију понуде банкарских кредита из разлога што не постоје адекватни услови за јачи утицај каматног механизма на формирање тражње кредита“.<sup>19</sup> Осим тога, за адекватну употребу осталих инструмената монетарне политике, захтева се и одговарајући степен развоја финансијског тржишта и његових инструмената, као и степен развоја финансијских институција. Управо је недостатак наведених услова основни разлог виших стопа обавезних резерви него у развијеним земљама.

## 6. ЗАКЉУЧАК

Укидање обавезне резерве отклања аномалије изазване „опорезивањем“ банака, па банке не морају више да изналазе начине за минимизирањем резерви или да изналазе модалитете пребацивања таквог „пореза“ на своје клијенте. Укидањем обавезних резерви, ствара се оквир у коме се постиже једнакост свих депозитних институција. Такође, са аспекта глобализације на финансијском тржишту, она обесхрабрује премештање пословања са тржишта са ниском или нултом стопом обавезне резерве и омогућује банкама већу ефикасност пословања на глобалном финансијском тржишту. Уосталом, промена стопе обавезних резерви се данас ретко користи у пракси као инструмент монетарног регулисања, посебно у развијеним земљама.

У поређењу са другим инструментима монетарне политике, обавезне резерве су веома нефлексибилан и дискриминаторни инструмент. Са друге стране, овај инструмент може имати негативан утицај на развој финансијског система као и на алокацију финансијских средстава.

Иако многи ставови говоре у прилог укидању обавезних резерви или њихово минимизирање, не постоји јединствени образац који би се могао применити за реформу овог инструмента на свим

---

<sup>19</sup> Исто, стр. 205

финансијским тржиштима. Пре свега, треба се узети у обзир достигнути степен развоја финансијског тржишта и његова дубина, јер је у пракси укидање обавезних резерви без негативних импликација могуће на високо развијеним тржиштима, на којима је могуће применити остале инструменте монетарног регулисања, пре свега операције на отвореном тржишту. То се посебно односи на транзиционе економије, чија су финансијска тржишта још увек недовољно развијена и која не располажу одговарајућом дужином да би потпуно преузела на себе вођење монетарне политике.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Gray, S., "Central Bank Balances and Reserve Requirements", WP/11/36, International Monetary Fund, 2011.
2. Di Giorgio, G., "Financial development and reserve requirements", Journal of Banking & Finance 23, 1999.
3. Ђуровић-Тодоровић, Ј. *Монетарна економија*, Економски факултет Ниш, 2010.
4. Ђуровић-Тодоровић, Ј., Јовановић, М., Крстић, Б. *Монетарни и фискални менаџмент*, Економски факултет Ниш, 2007.
5. Живковић, А., Кожегинац, Г., *Монетарна економија*, Економски факултет, Београд, 2006.
6. Mishkin, F., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, седмо издање, Дата Статус, Београд, 2006.
7. Палић, М., Тасић, Н., „Ефикасност стопе обавезне резерве као инструмента монетарне политике“, Радни папири, НБС, 2008.
8. Ђуровић, М., *Монетарна економија*, ЕЦПД, Београд
9. Clinton, K., "Implementation of Monetary Policy in a Regime with Zero Reserve Requirements", Working Paper 97-8, Canada, 1997.