

Dr Jelena Božović*

ULOGA KAMATNE POLITIKE BANAKA U ZEMLJAMA U RAZVOJU I PRIVREDAMA U TRANZICIJI

Autorka se u svom radu, u prvom delu, osvrnula na teorije glavnih predstavnika neoliberalističkog pravca a u drugom delu na aktuelnu politiku kamatnih stopa zemalja u razvoju.

Za zemlje u razvoju karakteristični su visoki iznosi kredita, ali i visoki iznosi nenaplaćenih potraživanja a banke se suočavaju sa povećanom disproporcijom između niskih kamatnih stopa na kredite i visokih kamatnih stopa na depozite

* Docent na predmetu Bankarstvo, Univerzitet u Prištini - Kosovska Mitrovica

Aktuelnost problematike kamatnih stopa u zemljama u razvoju je značajna iz razloga što politika kamatnih stopa postaje integralni deo stabilizacijskih programa, koje vode ove zemlje. Ova politika nastaje kao posledica pritisaka MMF-a i Svetske banke, koje zahtevaju sprovođenje pozitivnih realnih kamatnih stopa kao pretpostavku i uslov za dodeljivanje sredstava.

Politika pozitivne kamatne stope omogućava organizovanom bankarskom sistemu uspešno prikupljanje atomizirane štednje. U uslovima kamatnih stopa koje su veće od stope postojeće i očekivane inflacije imaoci finansijske akumulacije motivisani su da ulažu usredstva na račune kod banaka. Sa porastom stope štednje, prikuplja se veća masa akumulacije i smanjuje potražnja za kreditima, tako da prestaje ograničenost organizovanog finansijskog sistema. Tako banke mogu da prošire krug zajmoprimalaca i da prošire svoje poslovanje. Posmatrano kratkoročno, primena realnih pozitivnih kamatnih stopa povećava potražnju za domaćom finansijskom aktivom uz istovremeno smanjenje potražnje za stranom finansijskom imovinom, što doprinosi smanjenju inflacionih opterećenja. Dugoročno posmatrano, primena pozitivnih realnih kamatnih stopa ima za rezultat povećanje štednje na računima organizovanog bankarskog sistema i poboljšanje odnosa štednje prema dohotku.

Rad započinjemo razmatranjem osnovnih teorija glavnih predstavnika neoliberalističkog pravca. Ove teorije su ključne za razumevanje kako se aktivnom politikom kamatnih stopa može delovati na povećanje štednje, poboljšanje efikasnosti alokacije finansijskih sredstava, podsticanje tražnje za finansijskom imovinom i na olakšavanje ekonomske stabilizacije.

Teorijski pristup kamatne politike u zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji

Razmatranje problematike kamatnih stopa u ***McKinon modelu*** ima poseban naglasak na politiku realnih kamatnih stopa i njeno pozitivno delovanje na ekonomski rast u zemljama u razvoju. McKinon smatra da samo realna kamatna stopa može da privuče udruživanje pojedinačnih viškova. U najvećem broju zemalja u razvoju realna kamatna stopa može biti izrazito negativna, ili nestabilna, za razliku od manjeg broja zemalja gde postoji mala stopa inflacije. Kod zemalja u razvoju sa visokom stopom inflacije McKinon opravdava upotrebu indeksacije kamatnih stopa, kojom se nominalne kamatne stope koriguju za stopu očekivane inflacije.

Model E.S. Shaw ukazuje da u zemljama u razvoju i privredama u tranziciji, niske kamatne stope organizovanog finansijskog tržišta proističu iz visokog stepena intervencionizma na tržištima. Kontrola kamatnih stopa obično podrazumeva plafoniranje kamatnih stopa, koji se postavljaju nad nominalnim kamatnim stopama. U ovim zemljama, realni plafoni su niski i negativni, što daje sliku o nedostatku štednje i fizičke imovine. Pošto je kamatna stopa instrument za uspešnu alokaciju kredita prema najboljim investicionim projektima, ovaj problem naročito dolazi do izražaja pri finansiranju najboljih investicionih varijanti.

Model Vijnbergen Taylor ukazuje na jednu od bitnih karakteristika zemalja u razvoju i tranziciji, a to je prisustvo razvijenog neorganizovanog finansijskog tržišta, s jedne strane i nerazvijeno organizovano tržište vrednosnih papira, s druge strane. Za razliku od prethodnih modela, u ovom modelu uključeni su krediti sa neorganizovanog novčanog tržišta (tzv. „crno tržište" ili „*Curb Market*"). Sa uključivanjem trećeg oblika imovine u ovom modelu, dolazi do promene zaključka prethodnih modela. Porast realne kamatne stope izazvaće određene promene u imovinskom portfoliu, tako što će holderi supstituisati „neproduktivnu" imovinu i kredite neorganizovanog finansijskog tržišta depozitima organizovanog bankarskog sistema.

Neki pokazatelji kamatne politike banaka u zemljama u razvoju i tranziciji

Brojne studije ukazuju da je zajednička karakteristika sektora privrede velikog broja zemalja u razvoju niska akumulativna i reproduktivna sposobnost. U ovim zemljama, sektor privrede je izrazito deficitaran sektor,

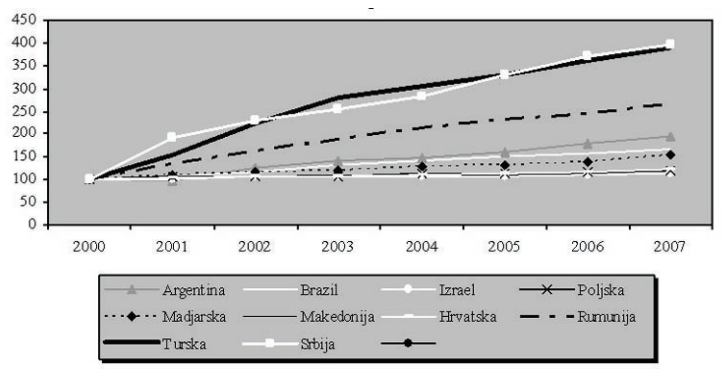
tj. sektor čija je akumulacija znatno niža od njihovih investicija. Slabu finansijsku poziciju sektora privrede ugrožava i prisustvo inflacije a često i hiperinflacije. Kretanje indeksa potrošačkih cena u izabranim zemljama, može se videti na grafikonu br. 1.

Kao što se može videti iz navedenog grafikona za izabrane zemlje u razvoju i tranziciji, za posmatrani vremenski period, karakterističan je porast indeksa potrošačkih cena. U mnogim zemljama, a naročito našoj, stopa inflacije je na duži rok relativno visoka i varijabilna. Zbog toga se za nosioce štednje pojavljuje visok stepen neizvesnosti u pogledu realne stope prinosa. U mnogim zemljama se, pored tradicionalnog načina formiranja kamatne stope zasnovane na Fišerovom obrascu, primenjuje drugi oblik formiranja kamatne stope (nominalna kamatna stopa se formira kao zbir realne stope prinosa i očekivane depresijacije / devalvacije domaće valute u periodu na koji se odnosi kreditno ulaganje).

U uslovima niske akumulativne sposobnosti sektor privrede je orijentisan na korišćenje bankarskih kredita, odnosno zaduživanja. Međutim, za ove zemlje karakteristični su visoki iznosi kredita, ali i visoki iznosi nenaplaćenih potraživanja. Grafički prikaz ukupnih kredita i nenaplaćenih potraživanja izabranih zemalja u razvoju i tranziciji (učešće u %), može se predstaviti na sledeći način - grafikon br. 2.

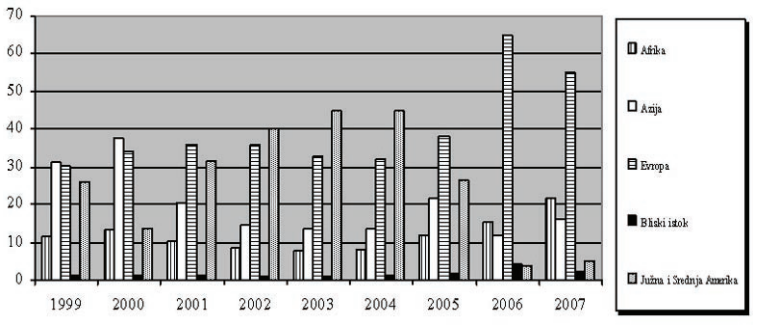
Banke u zemljama u razvoju i privredama u tranziciji suočavaju se sa povećanom disproporcijom između niskih kamatnih stopa na kredite i visokih kamatnih stopa na depozite. Promenom visine aktivne kamatne stope utiče se na povećanje ili smanjenje tražnje za kreditima što utiče na efikasnost privređivanja, razvoj pojedinih privrednih subjekata i stopu privrednog rasta. Nasuprot tome, politika niskih kamatnih stopa povećava tražnju za kreditima i investiciona ulaganja.

Grafikon 1: Kretanje indeksa potrošačkih cena u izabranim zemljama u razvoju i privredama u tranziciji (indeks 2000 = 100)



Izvor: Sačinjeno na osnovu podataka: International Financial Statistics, IMF, March 2008.

Grafikon 2: Krediti i nenaplaćena potraživanja na globalnom nivou



Izvor: International Financial Statistics, IMF, March 2008.

S druge strane, kretanje depozitne kamatne stope vrlo je varijabilno, što se može videti iz sledećeg tabelarnog pregleda. Primera radi, kamatna stopa na dnevni novac pokazuje veću varijabilnost u odnosu na terminski novac. U slučajevima gde je ta kamata niža onda i banka može da naplaćuje nižu aktivnu kamatu na svoje plasmane.

Uprošćene mogućnosti izbora u pogledu držanja imovine utiču na destimulisanje ulaganja u finansijske instrumente. Usled infacionih očekivanja novac se ulaže u realna dobra. Kamatna stopa nema doprinos za uspostavljanje ravnoteže između ponude i tražnje sredstava, jer je često ispod inflacije. Javlja se kao posledica prevelike tražnje za kreditima.

U zemljama sa slabijim finansijskim sistemom poslovne banke više zavise od centralnih banaka nego komercijalne banke u razvijenim zemljama. Kod većine ovih zemalja centralna banka ima ulogu jedinog zajmodavca sredstava čitavom ekonomskom sistemu. Banke pozajmljuju od centralne banke uz pomoć eskonta ili avansa. Ova stopa ima ulogu signala na finansijskom tržištu. Centralna banka povećava nivo minimalne kamatne stope u slučaju da joj je cilj smanjenje tražnje za kreditima, a time i smanjenje kreditne aktivnosti bankarskog sistema i obrnuto. Kod banaka koje imaju dovoljno likvidnih sredstava eskontna stopa se skoro i ne menja. Kretanje eskontne stope centralne banke u izabranim zemljama u razvoju i privredama u tranziciji

Tabela 1: Pregled ponderisane aktivne kamatne stope na kredite u izabranim zemljama u razvoju i tranziciji

(% na godišnjem nivou)

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Argentina	11.04	11.09	27.71	51.68	19.15	6.78	6.16	8.63	14.76
Brazil	80.44	56.83	57.62	62.88	67.08	54.93	55.38	50.81	42.10
Izrael	16.4	12.9	10.0	9.9	10.7	7.4	6.4	7.4	5.9
Kina	8.50	9.50	5.13	5.31	5.31	5.58	5.58	6.12	7.29
Mađarska	16.3	12.6	12.1	10.17	9.60	12.82	8.54	8.08	8.81
Poljska	17.0	20.0	18.4	12.03	7.30	7.56	6.83	5.48	6.17
Čile	12.62	18.84	11.89	7.76	6.18	5.13	6.68	8.00	10.16
Srbija	46.06	6.30	35.50	19.71	15.48	15.52	16.83	15.56	11.13

Izvor: International Financial Statistics, IMF, March 2008.

Tabela 2: Pregled depozitne kamatne stope u izabranim zemljama u razvoju i privredama u tranziciji

(% na godišnjem nivou)

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Argentina	8.5	8.34	16.16	39.25	10.16	2.61	3.76	6.42	9.56
Brazil	26.02	17.20	17.86	19.14	21.97	15.42	17.63	19.93	9.81
Izrael	11.30	8.60	6.20	6.00	6.60	3.60	3.20	4.30	3.90
Kina	4.50	4.80	2.38	1.98	1.98	2.25	2.25	2.52	3.87
Poljska	11.20	14.20	11.80	6.21	3.71	3.75	2.79	2.20	3.35
Mađarska	11.90	9.50	8.40	7.41	10.08	9.09	5.17	7.45	6.81
Makedonija	11.40	11.18	9.97	9.56	7.97	6.54	6.60	-	-
Čile	8.56	9.20	6.19	3.80	2.73	1.94	3.93	5.11	6.04
Hrvatska	4.31	3.74	3.23	1.89	1.53	1.87	1.71	1.72	2.64
Turska	78.43	47.16	74.70	50.49	37.68	24.26	20.40	21.65	21.11
Srbija	3.53	78.70	4.10	2.62	2.74	3.60	3.71	5.06	4.08

Izvor: International Financial Statistics, IMF, March 2008.

može se sagledati iz sledećeg tabelarnog pregleda.

Tabela 3: Eskontna stopa centralne banke u izabranim zemljama u razvoju i privredama u tranziciji

(% na godišnjem nivou)

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Brazil	21.37	18.52	21.43	25.49	23.92	25.55	25.34	19.98	17.85
Izrael	11.20	8.20	5.70	9.20	5.20	3.90	4.40	5.00	4.00
Mađarska	14.50	11.00	9.80	8.50	8.00	9.50	6.00	8.00	7.50
Poljska	19.00	21.50	14.00	7.75	5.75	6.50	4.50	4.00	4.75
Rumunija	-	35.00	35.00	29.00	18.80	20.30	9.60	8.60	7.80
Češka	-	5.25	4.50	2.75	2.00	2.50	2.00	2.50	3.25
Hrvatska	7.90	5.90	5.90	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Turska	73.53	56.72	91.95	43.51	36.16	21.42	14.73	15.59	15.96
Srbija	26.3	26.3	16.40	9.50	9.00	17.21	19.16	13.35	8.50

Izvor: International Financial Statistics, IMF, March 2008.

Na osnovu visine eskontne stope Centralna banka utiče na formiranje ostalih kamatnih stopa na finansijskom tržištu. Kamatna stopa na tržištu novca[1] u izabranim zemljama može se predstaviti tabelarno na sledeći način:

Tabela 4: Kamatna stopa na tržištu novca u izabranim zemljama u razvoju i tranziciji

	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Argentina	6.99	8.15	24.90	41.35	3.74	1.96	4.11	7.20	8.88
Brazil	26.26	17.59	17.47	19.11	23.37	16.24	19.12	15.28	11.18
Poljska	13.60	18.16	16.23	9.39	5.76	6.03	5.34	4.10	4.68
Češka	5.58	5.42	4.69	2.63	2.08	2.56	2.17	2.55	4.11
Hrvatska	10.21	6.78	3.42	1.75	3.31	5.11	3.10	2.06	6.49
Bugarska	-	3.02	3.74	2.47	1.95	2.02	2.79	2.34	4.58
Srbija	-	-	31.91	15.48	12.69	12.86	20.51	16.51	10.31

Izvor: International Financial Statistics, IMF, March 2008.

[1] Kamatna stopa na tržištu novca je kamatna stopa za kratkoročno pozajmljivanje između finansijskih institucija za rokove između jednog dana i godinu dana.

Novac koji se pozajmljuje obično se naziva dnevni novac ili noćni novac, radi osiguranja svakodnevne likvidnosti. Sve se više primenjuju alternativni oblici pozajmljivanja novca pomoću vrednosnih papira, jer kod njih postoji veća sigurnost i stabilna kamata. Zajmovi za kraći rok daju se uz manju, a zajmovi na duži rok daju se uz veću kamatnu stopu zbog rizika vraćanja. Tržište za ostale oblike hartija od vrednosti je prilično nerazvijeno u zemljama u razvoju. Koriste se samo neki instrumenti tržišta novca, kao na primer međubankarske kupoprodaje novca i blagajnički i komercijalni zapisi.

U zemljama u razvoju kada ne postoje potrebne informacije o kamatnim stopama, kao njen supstitut koriste se indikatori raspoloživosti kredita[2] na tržištu, koji se mogu statistički pratiti. Ukoliko je došlo do povećanja tražnje kredita, to znači da je došlo do porasta kamatne stope i obrnuto.

U mnogim zemljama politika kamata je subordinirana politici deviznog kursa. Kada inostrana valuta zameni domaću, ostaju razlike u kamatnim stopama. Kamatne stope sadrže visoku premiju za rizik, pa čvrsto vezivanje valute nije uvek povezano sa poboljšanjem fiskalnih performansi. Tako na primer, bolje su performanse zemalja Latinske Amerike sa plivajućim kursom (Čile i Meksiko) u odnosu na zemlje sa čvrstim vezivanjem (Panama i Argentina). Velika fluktuiranja deviznih kurseva su štetna za svaku privredu, jer dolazi do odliva valute koja slabi u valutu koja jača. Jaka kamatna arbitraža je pokazala da učesnici na tržištu sele kapital u valute zemalja sa visokom kamatom, ukoliko se ne očekuje skoro usklađivanje kurseva. U zemljama u kojima nisu prilagođene kamatne stope dolazilo je do deviznih intervencija, kojima se najčešće ugrožavao nivo deviznih rezervi. Uglavnom, dolazilo je do konfliktnosti između nisko postavljenih stopa rasta monetarnih agregata i visokog budžetskog deficita. Mnoge zemlje su, usled platno bilansnih deficita, pokušale da zaštite devizni kurs posredstvom povećanja kamatnih stopa. Nekada su zemlje sa platno bilansnim deficitom i niskom stopom inflacije imale niske kamatne stope, a zemlje sa suficitom i visokom stopom inflacije imale visoke kamatne stope. Sada je politika kamatnih stopa usmerena ka uravnoteženju platnog bilansa.

Treba imati u vidu da će finansiranje budžetskog deficita biti inflatorno za onoliko koliko stopa monetarne ekspanzije nadmašuje stopu potražnje za finansijskom imovinom. Ukoliko je potražnja za finansijskom imovinom posledica visokih kamatnih stopa visoka, njen deflacioni efekt može biti veći od inflacionog koji nastaje većim budžetskim rashodima po osnovu povećanih kamata. Uzimajući u obzir nerazvijeno finansijsko tržište, finansiranje budžetskog deficita može usloviti oticanje dela akumulacije, smanjujući istovremeno akumulaciju potrebnu sektoru privrede. Na taj način smanjuje se i investiciona potražnja sektora privrede, a povećava se i neproizvodna potrošnja privrede.

Zaključak

Uloga kamatne stope u zemljama u razvoju ograničena je iz više razloga, a neki su: nerazvijeno finansijsko tržište, uprošćena struktura instrumenata finansijskog tržišta, visok stepen regulisanja kamatnih stopa, relativno visoka kamatna stopa i dr. Zemlje u razvoju teže nose teret fluktuacija kamatnih stopa nego razvijene privrede. Tržišta zemalja u razvoju i privrede u tranziciji nisu uspela da razviju odgovarajuće mehanizme za ravnomerniju relativizaciju finansijskih rizika. Trebalo bi da međunarodne finansijske institucije preuzmu deo rizika na sebe i time olakšaju položaj zemalja u razvoju. U cilju održivog razvoja tržišta neophodne su brojne

[2] Kao moguće definicije indikatora raspoloživosti, najčešće su: odnos neto kredita bankarskog sistema domaćim korisnicima i nacionalnog dohotka (ili društvenog proizvoda) u tekućem periodu; stopa porasta neto kredita banaka domaćim korisnicima u odnosu na prethodni period; odnos obaveza banaka prema nacionalnom dohotku u tekućem periodu; stopa porasta obaveza banaka prema prethodnom periodu; odnos između očekivanog depozita i postojećih depozita banaka; odnos između iznosa primarnog novca centralno-bankarskog sistema i iznosa kredita ukupnog bankarskog sistema. (Detaljnije: Wong, Ch., Demand for Money in Developing Countries, Journal of Monetary Economics, January 1977).

mere liberalizacije (potpune ili delimične[3]) njihovog tržišta.

Praksa je u mnogim zemljama u razvoju i tranziciji potvrdila da je sa ukidanjem administrativnog regulisanja došlo do značajnijeg porasta kamatnih stopa. Uprkos pozitivnim efektima politike realno pozitivne kamatnih stopa, u ovim zemljama se često ističu argumenti protiv ove politike. Smatra se da ova politika deluje na povećanje budžetskog deficita, usled čega povećava inflacione pritiske i deluje inflatorno preko povećanja troškova proizvodnje. Politika realno pozitivnih kamatnih stopa karakteristična je po porastu kamatne stope na depozite i kredite. Porast kamatne stope na depozite je intenzivan ako se radi o bankarskom sistemu u kome je prisutna konkurencija visine kamatnih stopa finansijskih institucija ili kada državni sektor povećava kamatnu stopu instrumenata javnog duga (na primer, državne obveznice). Porast kamatne stope na depozite označava istovremeno i porast troškova banaka, jer se ove kamatne stope isplaćuju na deponovana sredstva. S druge strane, u bankarskom portfoliu nalaze se krediti koji su odobreni po niskim, negativnim kamatnim stopama.

Prelaz sa negativno - realnih kamatnih stopa na pozitivno realne kamatne stope može imati za posledicu prisustvo gubitaka u bankama. U kratkom roku gubici se mogu smanjiti upotrebom sredstava bankarskih rezervi. Međutim, posmatrano dugoročno, ne postoje bankarske rezerve koje bi mogle da pokriju gubitak u celokupnom tranzitornom periodu. Da ne bi došlo do bankrotstva ugroženog dela finansijskih institucija, vlade zemalja u razvoju se najčešće odlučuju za pomoć centralne banke u cilju izbegavanja njihovog bankrotstva. Ova pomoć znači monetarnu ekspanziju koja deluje na povećanje inflacionih pritisaka. Zbog toga, vlade zemalja u razvoju mogu se odlučiti za postepeni prelaz na politiku pozitivnih realnih kamatnih stopa. Problemi sa kojima se zemlje u razvoju susreću prilikom prelaza na politiku realno pozitivnih kamatnih stopa ne bi trebalo da posluže kao argument za odbacivanje politike realno pozitivnih kamatnih stopa, jer njihova adekvatna primena može doprineti boljem kvalitetu funkcionisanja ekonomije. U našoj zemlji, naročito sa promenom režima monetarne politike, aktivno se primenjuje kamatna stopa, kao instrument monetarne politike.

Literatura

1. International Financial Statistics, IMF, March 2008,
2. L.Taylor, Structuralist Macroeconomics, Basic Books Inc. Publishers, New York, 1983.
3. McKinon, R.I.: Money and Capital in Economics Development, Washington, The Brook's Institution, 1973.
4. Shaw, E.S.:Financial Depening in Economics Development, New York, Odxford University, Press, 1983. p.112.
5. Wong, Ch., Demand for Money in Developing Countries, Journal of Monetary Economics, January 1977.

[3] U zemljama u razvoju se najčešće primenjivala politika delimične indeksacije, koja se po formama i tehnikama razlikovala od zemlje do zemlje (na primer: Čile, Kolumbija, Paragvaj, Brazil, Bolivija i Kostarika).

Apstrakt

Predmet istraživanja ovog rada jeste uloga kamatne politike banaka na razvoj zemalja u razvoju i privredama u tranziciji. Aktuelnost problematike kamatnih stopa je značajna iz razloga što politika kamatnih stopa postaje integralni deo stabilizacionih programa koje vode ove zemlje. U razmatranju ovog problema u prvom delu rada osvrnućemo se na teorije glavnih predstavnika neoliberalističkog pravca, a u drugom delu rada ukazaćemo na izvesne pokazatelje u izabranim zemljama u razvoju i tranziciji.

Ključne reči: inflacija**,** kamata, eskontna stopa, aktivna kamata, kamata na depozite, kamatna stopa na tržištu novca

Abstract

The subject of research in this paper is the impact of the interest policy pursued by banks on the advancement of developing countries and economies in transition. The topicality of the interest rate policy issue is significant because the interest rate policy is becoming an integral part of stabilization programmes conducted by such countries. In addressing this problem, the first part of the paper deals with the theories of chief representatives of the neoliberal approach, whereas the second part sets out certain indicators in the selected developing countries and countries in transition.

Key words: inflation, interest rates, discount rate, lending rate, deposit rate, money market rate.