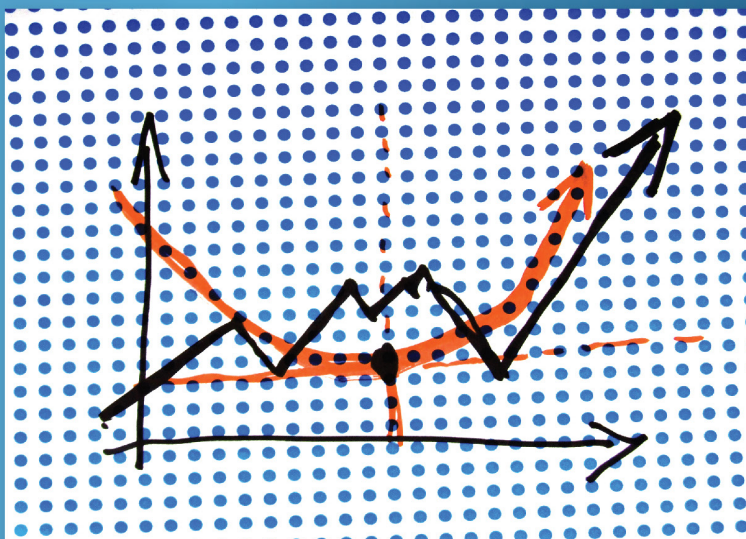


УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



ISSN 1857-7628

ГОДИШЕН ЗБОРНИК 2012 YEARBOOK



ГОДИНА 4

VOLUME IV

GOCE DELCEV UNIVERSITY – STIP
FACULTY OF ECONOMICS

УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ISSN: 1857- 7628



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
2012**

YEARBOOK

ГОДИНА 4

VOLUME IV

GOCE DELCEV UNIVERSITY - STIP
FACULTY OF ECONOMICS



**ГОДИШЕН ЗБОРНИК
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
YEARBOOK
FACULTY OF ECONOMICS**

За издавачот:
Проф. д-р Ристо Фотов

Издавачки совет Editorial board

Проф. д-р Саша Митрев	Prof. Sasa Mitrev, Ph.D
Проф. д-р Лилјана Колева - Гудева	Prof. Liljana Koleva - Gudeva, Ph.D
Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D
Пом.асс м-р Влатко Пачешкоски	Assist. Vlatko Paceskoski, M.Sc
Пом.асс м-р Тамара Јованов Марјанова	Assist. Tamara Jovanov Marjanova, M.Sc

Редакциски одбор Editorial staff

Проф. д-р Ристо Фотов	Prof. Risto Fotov, Ph.D
Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
Проф. д-р Круме Николоски	Prof. Krume Nikoloski, Ph.D
Доц. д-р Крсте Шајноски	Ass. Prof. Krste Sajnoski, Ph.D

Главен и одговорен уредник Managing & Editor in chief

Проф. д-р Трајко Мицески	Prof. Trajko Miceski, Ph.D
--------------------------	----------------------------

Јазично уредување Language editor

Даница Гавриловска-Атанасовска (македонски јазик)	Danica Gavrilovska-Atanasovska (Macedonian)
--	--

Техничко уредување Technical editor

Славе Димитров	Slave Dimitrov
Благој Михов	Blagoj Mihov

Редакција и администрација Address of editorial office

Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип	Goce Delcev University
Економски факултет	Faculty of Economics
бул „Крсте Мисирков“ бб	Krste Misirkov b.b., PO box 201
п.фах 201, 2000 Штип, Македонија	2000 Stip, R of Macedonia



СОДРЖИНА CONTENT

д-р Ристо Фотов УЛОГАТА И ЗНАЧЕЊЕТО НА КАПИТАЛОТ И ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЈ СО ПОСЕБЕН ОСВРТ ВРЗ ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ	7
м-р Емилија Митева-Кацарски, м-р Влатко Пачешкоски НЕЦАРИНСКИОТ ПРОТЕКЦИОНИЗАМ ВО РЕГИОНОТ НА ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА	19
Т.Мицески, С. Пашоска ПРОЦЕС НА ПРОМЕНИ ВО МАРКЕТИНГ СТРАТЕГИЈАТА И СТРУКТУРАТА	29
Благица Колева, Александар Костадиновски, Оливера Ѓоргиева- Трајковска ВИДОВИ НА ИНТЕРНА РЕВИЗИЈА НА ФИНАНСИСКОТО РАБОТЕЊЕ	43
м-р Костадинка Чабулева, м-р Горан Миладинов, Трајко Мицески ВЛИЈАНИЕТО НА СТРАНСКИТЕ ДИРЕКТНИ ИНВЕСТИЦИИ ВО Р.МАКЕДОНИЈА ВРЗ ВРАБОТНОСТА ЗА ПЕРИОД 1997- 2011 ГОДИНА	53
м-р Марина Радосављевиќ- Бојчева, м-р Зоран Темелков, м-р Костадинка Чабулева ОБЛАСТИ НА ИМПЛЕМЕНТАЦИЈА НА ЈАВНОТО ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	61
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска, асс. м-р Благица Колева ОСНОВИ НА КАМАТАТА - ДЕТЕРМИНАНТИ И ПРЕДВИДУВАЊЕ	67
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска КРЕДИТНА ПОЛИТИКА И СТРАТЕГИЈА НА ПОРТФОЛИОТО НА КРЕДИТНИ ПЛАСМАНИ НА БАНКИТЕ	81



доцент д-р Јанка Димитрова ПОРТФОЛИО АНАЛИЗА – АЛАТКА ЗА ДИВЕРЗИФИКАЦИЈА НА РИЗИКОТ ПРИ ИНВЕСТИРАЊЕТО.....	95
асс. д-р Љупчо Давчев, асс. м-р Тамара Јованов-Марјанова СОЕДИНУВАЊА И ПРЕЗЕМАЊА (M & A) И УЛОГАТА НА ИНВЕСТИЦИСКИТЕ БАНКИ ВО ОВИЕ ПРОЦЕСИ	109
доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска ЛИЧНОСТА НА ПРЕТПРИЕМАЧОТ.....	121
м-р Тамара Јованов Марјанова, д-р Љупчо Давчев, д-р Митре Стојановски АНАЛИЗА НА ТЕКОВНАТА СОСТОЈБА И ИДНИ ТРЕНДОВИ НА ПАЗАРОТ НА КОНДИТОРСКИ ПРОИЗВОДИ	135
м-р Илија Груевски УПРАВУВАЊЕ СО ДЕВИЗНИОТ РИЗИК ВО МЕЃУНАРОДНОТО ФИНАНСИСКО РАБОТЕЊЕ	145
д-р Љупчо Давчев, м-р Тамара Јованов-Марјанова РАЗЛИКИТЕ ПОМЕЃУ ИНВЕСТИЦИСКОТО И КОМЕРЦИЈАЛНОТО БАНКАРСТВО.....	161



ОСНОВИ НА КАМАТАТА - ДЕТЕРМИНАНТИ И ПРЕДВИДУВАЊЕ

доц. д-р Оливера Ѓоргиева-Трајковска¹, ас. м-р Благица Колева²

Апстракт

Почнувајќи од раните осумдесетти години на 20 век, математичките пресметки што се користат во анализата на инструментите на пазарот на кредити стануваат сè покомплексни. Основна причина за тоа е постојаната флукутација на каматните стапки, многу почестите промени во трендот на движење на приносот и комплексноста на кредитните инструменти.

Каматата претставува износ пари кој се плаќа поради користење на одредена сума пари. За позајмувачите на пари каматата претставува извор на приход, додека за оние кои позајмуваат пари, таа е трошок на заемот. Вредноста што се позајмува и на којашто се пресметува каматата се нарекува основна вредност или главница. Општо, каматата се изразува како конкретна стапка за одреден временски период, обично една година, така што се нарекува годишна каматна стапка.

Клучни зборови: *пазар, кредити, каматни стапки, принос, позајмување*

BASIS OF INTEREST - DETERMINANTS AND FORECASTING

Abstract

Starting from early eighty years of the twentieth century, the mathematical calculations used in the analysis of credit market instruments becoming more complex. The main reason for this is the constant fluctuation in interest rates, many frequent changes in trend yield and complexity of credit instruments themselves. Interest is the amount of money that is paid for using a certain amount of money. For borrowers of money interest is a source of income, while for those who borrow money, it is the cost of the loan. Value borrowed on the base of which interest is calculated is called a basic value or principal.

1) olivera.trajkovska@ugd.edu.mk

2) blagica.koleva@ugd.edu.mk



Generally, interest is expressed as a specific rate for a specified period, usually a year, which is called the interest rate.

Key words: *market, credit, interest rates, yield, lending*

1. Детерминанти на висината на каматната стапка

Концептот на каматната стапка, дефинирана како цена на кредитот е важен концепт, посебно за финансиските институции. Постоечкото ниво на каматните стапки има големо влијание на приливите и одливите на финансиски средства кај финансиските посредници. Главниот извор на приходи кај најголемиот број финансиски посредници е каматата што тие ја наплатуваат на одобрените заеми и инвестиции, а главна трошковна категорија е плаќањето на камата за позајмените фондови (вклучувајќи ги депозитите).¹⁴ Дури и посредниците, како што се mutual funds и пензиските фондови, кои поседуваат концентрирани инвестиции во сопственички хартии од вредност (обични и преференцијални акции), во своето работење зависат од нивото на краткорочните и долгорочните каматни стапки. Оттаму и тврдењето дека висината на цената на акциите е под огромно влијание од општото ниво на каматните стапки.

Каматните стапки кои покажуваат постојан тренд на пораст вршат значителен притисок врз заработувачката на посредниците, посебно на оние кои позајмуваат краткорочни фондови и ги пласираат во долгорочни заеми. Ова се случува поради тоа што краткорочните каматни стапки покажуваат тренд на многу побрзо покачување во однос на долгорочните каматни стапки, во периодите на економска експанзија.

Очекувањата за трендот на каматните стапки, покрај врз приходите и профитот, исто така влијаат врз волуменот и композицијата на портфолиото на финансиските посредници. Од овие причини, важно е финансиските менаџери да поседуваат посебни познавања за детерминантите на висината на каматните стапки и законитостите во нивните движења. Таквите познавања се фундаментални за предвидување и справување со движењето на каматните стапки и нивното влијание врз различните сегменти на финансиските пазари.

И покрај тоа што постојат многу пристапи за разбирање на промените во нивото на каматните стапки, еден од најшироко користените во објаснувањето и предвидувањето на каматните стапки, на кој овде ќе посветиме внимание е пристапот што се базира на теоријата на расположливи средства за позајмување (loanable funds theory). Овој пристап, кој во својот концепт е краткорочен, се концентрира на големината и важноста на финансиските текови од различните сектори во



економијата. Тој настојува да ги објасни промените во каматните стапки преку испитување на комбинираната побарувачка и понуда на средства од страна на претпријатијата, домаќинствата и државата.

Во оваа теорија акцентот е ставен на промените во побарувачката на слободни средства од страна на претпријатијата, која е резултат на промените во обемот на потребните залихи, капиталните трошоци и други фактори (Bankakademie International, 2000). Бидејќи државата, посебно централната власт, најчесто се јавува како дефицитарна економска единица, внимание се посветува и на овој сектор, како нето побарувач на слободни финансиски средства (посебно во периодите на рецесија и големо дефицитарно финансирање).

Понудата на слободни финансиски средства ја претставува комбинираната понуда на средства од страна на домаќинствата, претпријатијата и владиниот сектор. Речиси во сите економии главен понудувач и сектор кој располага со вишок средства кој може да го понуди на пазарот е секторот на домаќинствата. Како резултат на тоа проучувањето на промените во понудата на финансиски средства мора да води сметка за моделите на однесување на потрошувачите. Меѓутоа, понудата на финансиски средства не претставува функција само на обемот на заштедите креирани од различните сектори во економијата, туку и на обемот на парите креирани од страна на банкарскиот систем. Со квантитативните инструменти на монетарно-кредитната политика се влијае врз кредитниот потенцијал на банките и преку тоа индиректно врз паричната маса. Главни инструменти од овој тип се: политиката на отворен пазар, дисконтната политика и политиката на задолжителна резерва. Со квалитативните инструменти централната банка влијае врз употребата на кредитните средства согласно со утврдените приоритети на економската политика.

1.1. Побарувачка на кредитни средства

Побарувачката на кредитни средства ја сочинуваат трите основни сектори во економијата: претпријатијата, домаќинствата и владата.¹⁶ Секој од овие сектори се карактеризира со одредена побарувачка на кредитни средства, која произлегува од различни мотиви. Поради тоа е значајно посебно да се испита однесувањето на секој од овие сектори, со цел да се сфатат промените и движењата во вкупната побарувачка на кредитни средства во економијата. Генерално гледано, секторот на претпријатијата и владата се речиси секогаш нето побарувачи на кредитни средства, а секторот на домаќинствата се јавува вообичаено како понудувач на слободни финансиски средства. Ова секако не подразбира



дека домаќинствата се безначајни во нивното влијание врз побарувачката на кредитни средства, како и тоа дека претпријатијата, преку употребата на нивните интерно генерирани средства, не се значајни во влијанието врз вкупната понуда на кредитни средства. Генералното гледање само помага да се разјаснат релативните влијанија на овие различни сектори врз кривите на побарувачката и понудата во теоријата на расположливи средства за кредитирање.

Познавањето на основните мотиви за побарувачката на кредитни средства од страна на претпријатијата е посебно важно, поради тоа што бизнис секторот отсекогаш бил главен позајмувач на дополнителни финансиски средства неопходни за неговото работење и развој. Уште повеќе и можеби со поголемо значење за разбирање на промените во каматните стапки, бизнис побарувачката за кредитни средства е високо нестабилна и променлива од година во година (Boonstra, 1997). Оттука и промените во каматните стапки се доста зависни од промените во побарувачката на кредитни средства од страна на бизнис секторот, посебно движењата на краткорочните каматни стапки (стапките на пазарот на пари).

Побарувачката за кредитни средства на бизнис секторот главно произлегува од неговата желба за набавка на основни средства за работа: постројки, опрема и залихи. Актот, пак, на инвестирање претставува функција на очекуваната стапка на поврат на односната инвестиција и трошокот за обезбедување на неопходните средства за инвестирање.

За бизнис менаџерите е важно да го сфатат значењето на висината на каматната стапка. На пример, деловните одлуки кои се донесуваат во претпријатијата многу зависат од висината на каматната стапка што се користи за дисконтирање на идните парични приливи кои се очекуваат од конкретната инвестиција. Стапката на поврат која е релевантна за процесот на деловно одлучување е, всушност, профитабилноста која менаџерите очекуваат да ја остварат во иднина, сведена на сегашна вредност. Оваа стапка на поврат во голем дел е условена од психолошки фактори, поради што од степенот на довербата во бизнисот зависи и вкупниот волумен на инвестиции реализирани од страна на бизнис секторот.

Помеѓу висината на каматната стапка и квантитетот на побарувачката на средства за инвестирање постои инверзен однос. За секоја дадена инвестициона побарувачка, повисоката цена на средствата доведува до намалување на обемот на инвестирањето. Антиципирањето на повисока каматна стапка ја намалува нето сегашната вредност на инвестицијата, што доведува до намалување на желбата за инвестирање. Се работи за една каузална врска, затоа што зголемувањето (намалувањето) на каматната стапка предизвикува намалување (зголемување) на инвестициите.



Треба да се нагласи дека оваа врска не мора да постои секогаш во инверзна форма. Опаѓањето на обемот на инвестициите не мора во секој случај да значи дека каматните стапки се зголемиле. Инвестирањето може да се намали и во услови на константни каматни стапки, доколку, на пример, опадене довербата во функционирањето на бизнис секторот. Влијанието на овој фактор во тој случај би се одразило во намалување на очекуваните парични приливи од инвестирањето. Дури и да не се очекува такво нивно намалување, можно е да се предвиди помала веројатност во остварување на планираните приливи во однос на минатиот период. Ваков вид на негативна реакција кај дел од бизнис инвеститорите може да биде и резултат, на пример, на објавените вести од страна на врвните економисти во земјата дека развојот на економијата се одвива многу побавно од предвидениот економски развој за тој период.

Втора значајна карактеристика на функцијата на инвестиционата побарувачка од страна на бизнис секторот е постојаната варијабилност и промени на трендот на движење. Бидејќи инвестиционата побарувачка е зависна од моменталната доверба во бизнис секторот (во основа психолошка по својата природа), постојано е изложена на ненадејни промени. Во периодите кога преку владината политика се настојува да се зголемат каматните стапки со цел да се намали инвестиционата потрошувачка, инвестиционата побарувачка може да се зголеми, како одговор на оптимизмот во однос на иднината. Како резултат на тоа, и покрај повисоките каматни стапки, вкупниот обем на инвестиции наместо да се намали се зголемува. Спротивно на тоа, во периодите кога јавната политика настојува да ги намали каматните стапки за да ја стимулира инвестиционата побарувачка, довербата во бизнис секторот може да се намали и да доведе до помала вкупна инвестициона потрошувачка по која било каматна стапка.

Инвестиционата побарувачка на бизнис секторот е составена од два основни дела: обемот на акумулацијата на залихи (т.е. промените во обемот на залихите кои се држат) и вредноста на инвестициите во фиксни средства.¹⁷ Овие различни компоненти на инвестициите се однесуваат сосема различно. Најголем дел од побарувачката за кредитни средства од страна на бизнис секторот е поврзана со набавката на постројки и опрема. Овие вложувања се многу појасно дефинирани преку заедничкото влијание на очекуваната профитабилност од планираното инвестирање и од вкупните инвестициони трошоци, затоа што резултираат од многу внимателна и детална анализа од страна на менаџментот.

Промените во побарувачката на кредитни средства кои се резултат на промена во плановите за набавка на постројки и опрема се многу помалку



варијабилни во однос на промените во побарувачката на кредитни средства како резултат на промените во залихите. Вложувањата во постројки и опрема се финансираат главно од долгорочни извори на средства. Консеквентно на ова, побарувачката на долгорочни средства се јавува како помалку променлива од побарувачката на краткорочни средства. Ова, пак, води кон креирање на многу поголема стабилност на каматните стапки во делот од финансискиот пазар кој ги опфаќа долгорочните кредитни средства, за разлика од краткорочниот пазар на средства.

Друг главен сектор кој најчесто се јавува како нето побарувач на кредитни средства на финансискиот пазар е државната власт, како централната така и локалните власти. Побарувачката на кредитни средства од страна на овие институции е насочена, пред сè, кон создавање на капацитети и нивно опремување за обезбедување на образовни и други владини услуги. Оваа побарувачка е одредена, пред сè, од стапката на пораст на населението, промените во географската локација и старосна структура на населението и подготвеноста на граѓаните да ги поднесат давачките и даноците кои произлегуваат од обезбедувањето вакви услуги. Постои заедничка согласност дека оваа побарувачка на кредитни средства многу помалку зависи од промените на висината на каматната стапка, во однос на бизнис побарувачката за кредитни средства.

Побарувачката на кредитни средства од страна на државната власт произлегува, главно, од спроведувањето на фискалната (даночната) политика. Големината на државниот буџет е определена во зависност од одлуките кои се донесуваат во однос на даночните стапки, државната потрошувачка на стоки и услуги и трансферните плаќања.

Каматните стапки влијаат врз потрошувачката на населението на различен начин, во зависност од видот на стоките или услугите и нивната намена. Потрошувачката на автомобили, домови, луксузни предмети, на пример, е многу чувствителна на промените на висината на каматните стапки. Намалувањето (зголемувањето) на каматните стапки предизвикува едновременно зголемување (намалување) на потрошувачката на овие потрошни добра. Од друга страна, набавката на неопходните добра за егзистенција на човекот, како што се храната, облеката, медицинските услуги и сл. во најголем дел не реагираат на промените во висината на каматните стапки.

Интервентна варијабла овде е расположението, волјата на потрошувачите за набавка на материјални добра. Намалувањето на каматните стапки во одредени периоди доведува до купување на автомобили, домови и други трајни материјални добра, кои во поинакви услови луѓето не би можеле да си ги дозволат. Како и кај бизнис



побарувачката за кредитни средства и овде постои психолошки ефект кој ја одредува побарувачката на финансиски средства кај потрошувачите. Кога стравот кај потрошувачите се намалува поради, на пример, вестите за очекуван забрзан економски развој и намалување на цифрите на невработеноста, ниските каматни стапки предизвикуваат забрзување на латентната побарувачка на кредитни средства која постоела за време на рецесијата и слабиот економски развој.

1.2. Понуда на кредитни средства

Понудата на кредитни средства го претставува волуменот на вкупните заштеди и вредноста на новите пари креирани во банкарскиот сектор. Бидејќи единствениот сектор во економијата кој константно се јавува како нето понудувач на финансиски средства е секторот на домаќинствата, натамошното излагање ќе се насочи кон проучување на мотивите за штедење кај домаќинствата (Fabozzi, 2004). Овде го набљудуваме секторот на домаќинствата како нето понудувач на кредитни средства, по земањето предвид на задоволувањето на нивната побарувачка за кредитни средства. Исто така, бидејќи сумата на вкупната парична маса зависи од одлуките на централната банка, која било дискусија за понудата на финансиски средства мора да ја има предвид монетарната политика на централната банка.

Штедењето, како извор на понуда на слободни финансиски средства, се дефинира како процес на одложување на тековната потрошувачка. Тоа е акт на апстинирање од употреба на тековните приходи со цел стекнување на добра и услуги.¹⁸ Актот на штедење и актот на инвестирање на средства се две различни активности, мотивирани од различни фактори. Штедењето е многу значаен процес, затоа што ослободува средства кои можат да бидат искористени за проширување на производните капацитети во економијата. Оние ресурси кои нема да бидат искористени за производство на добра и услуги за тековна потрошувачка ќе бидат искористени понатаму за производство на инвестициони потрошни добра.

Обемот на заштедите од страна на населението претставува функција на неколку фактори, вклучувајќи ги: вредноста на тековните и очекуваните примања, залихите на богатство чувано кај единките, нивото на каматните стапки, очекувањата во однос на движењето на идната стапка на инфлација и други варијабли. Со зголемувањето на каматните стапки, единките најверојатно би ја оджиле тековната потрошувачка и би ја замениле со некоја повисока потрошувачка во иднина, затоа што моментално заработуваат релативно високи стапки на интерес. Ова е таканаречениот ефект на супституција, кој предизвикува позитивен



нагиб на кривата на заштедите. Другиот, таканаречен приходен ефект, ја објаснува веројатноста дека повисоките каматни стапки би ги зголемиле приходите на единките и со тоа би ги мотивирале да штедат помалку, во однос на условите кога каматните стапки би биле пониски.

Друг значаен фактор кој потенцијално може да влијае врз штедењето е ефектот на богатството (wealth effect), кој објаснува дека ниските (високите) каматни стапки резултираат во загуби (добивки) на обврзниците кои ги поседуваат единките. Освен тоа и циклусот во кој се наоѓа економијата игра значајна улога во висината на штедењето. За време на рецесија, со релативно ниски каматни стапки, оправдано е да се верува дека потрошувачите ќе трошат помалку и ќе настојуваат да заштедат повеќе средства од вообичаено, поради потребата да создадат резерва од средства за неочекувани намалувања на нивните плати или загуби на работните места. Спротивното се случува во периодите кога преовладуваат релативно високи каматни стапки, бидејќи потрошувачите трошат повеќе, како резултат на нивните оптимистички гледања за очекуваните идни примања.

Претпријатијата исто така, акумулираат одредени заштеди во форма на задржана заработувачка и амортизација. И во овој случај, врската помеѓу стапките за штедење и каматните стапки не е јасна во сите посебни случаи. Ниските каматни стапки им дозволуваат на фирмите да ги заменат старите скапи долгови со нови поевтини, со пониски трошоци. Овој вид на рефинансирање го намалува нивното каматно оптоварување и ги зголемува нивните профити. Како и да е, за претпријатијата е тешко да реализираат големи продажби во услови на ниски каматни стапки, затоа што слабата економија речиси секогаш е следена со постоење на ниски каматни стапки. Бидејќи не постои точна евиденција која покажува дека фирмите остваруваат заработувачки во зависност од висината на каматните стапки, се доаѓа до заклучок дека нивните приходи многу повеќе зависат од бизнис условите, што би значело дека стапките на штедење кај претпријатијата се независни од нивото на каматните стапки.

Фактот дека финансиските пазари во сите развиени држави се глобални и истовремено побарувачката на слободни финансиски средства ја надминува домашната понуда, странските приливи на средства стануваат многу значајни во задоволувањето на оваа побарувачка на кредитни средства. Овие средства доаѓаат од државите каде што постојат високи стапки на штедење и релативно ниски каматни стапки. Стапките на замена помеѓу различните валути на одделните земји (девизните курсеви) имаат големо влијание врз приливот на странските финансиски средства. Доколку вредноста на домашната валута се очекува да порасне во однос на



странските валути, штедните приливи во земјата ќе се зголемат и обратно.

Значително дополнување на потенцијалната понуда на кредитни средства претставува понудата на пари. Волуменот на понудените пари зависи од депозитните финансиски институции и од политиката на централната банка. Депозитните институции вршат трансформација на дадена количина резерви во пари, преку процесот на инвестирање и одобрување заеми. Способноста на овие депозитни финансиски институции да инвестираат средства и да одобруваат заеми е лимитирана од вредноста на нивните резерви, а квантитетот на резервите во целокупниот депозитарен систем се одредува со монетарната политика на централната банка.

Централната банка ги користи техниките на монетарна контрола: операции на отворен пазар, промени во задолжителните резерви и промени во дисконтната стапка, со цел да влијае врз волуменот на резерви и депозити. На пример, доколку централната банка сака да ја намали стапката на економски растеж која постои во економијата, може да го намали волуменот на парични средства во банките, преку продавање на хартии од вредност, зголемување на задолжителните резерви и/или зголемување на дисконтната стапка.

Количината на нови пари креирани во одреден период строго се контролира од страна на централната банка, преку нејзиното влијание врз волуменот на резервите. Не треба да се очекува дека количината на парите е многу чувствителна на промените во каматните стапки и покрај тоа што може да постои некое мало влијание на пазарните каматни стапки врз количината на парите. Депозитните институции би ги користеле своите резерви многу поефикасно во услови на високи, отколку на ниски каматни стапки.

2. Инфлацијата и каматните стапки (Фишеров ефект)

Претходната анализа за влијанието на каматните стапки врз вкупната понуда и побарувачка на кредитни средства не ја зеде предвид промената на цените на стоките и услугите. Ниту инфлацијата (покачување на средното ниво на цените), ниту дефлацијата (намалување на цените) не беа предвидени во овој модел, било во услови на актуелни (реализирани) или очекувани промени на цените. Меѓутоа, во практиката, посебно во периодот по Втората светска војна, промените во цените (посебно нивното покачување) станаа интегрален дел од економскиот развој. Не само што постоеше инфлација, туку и очекувањата за идното движење на стапката на инфлација почнаа да се вградуваат во моделите за донесување на одлуки од страна на бизнисмените и единките. Стапката на инфлација има многу



силно влијание врз висината на каматната стапки.

Како што било и објаснувано од Фишер, по дозволените промени на нивото на цените, се смета дека каматната стапка се состои од два елемента: очекуваната реална каматна стапка и очекуваната стапка на инфлација (инфлациона премија).¹⁹ Очекуваната реална каматна стапка го рефлектира постоечкото ниво на продуктивност и штедење и се смета дека е релативно константна во блиска иднина. Очекуваната инфлациона премија претставува компензација за позајмувачот поради прифаќањето на ризикот за загуба на дел од позајмените средства, до кои може да се дојде поради покачување на цените за периодот додека трае договорот (познат како ризик на куповната моќ на парите). Како резултат на ова, каматната стапка што ја сретнуваме на пазарот како номинална каматна стапка, според формулате, може да се расчлени на два составни елемента:

$$I + i_n = (I + i_r) (I + p_e)$$

каде што:

i_n = номинална каматна стапка

i_r = очекувана реална каматна стапка

p_e = очекувана стапка на промена на цените за време на траење на договорот.

Стапката на промената на цените е всушност очекуваната промена на цените во иднина, а не актуелната стапка која го покажува покачувањето или намалувањето на цените во однос на минатиот период. Под претпоставка дека реалната каматна стапка останува константна, се создава директна врска помеѓу очекуваната стапка на инфлација и номиналната каматна стапка. Оваа врска го претставува таканаречениот Фишиеров ефект. Во услови на оваа претпоставка може да се заклучи дека номиналната каматна стапка се менува во директна зависност од движењето на инфлацијата и затоа содржи во себе инфлациона премија. Ова објаснување може да биде илустрирано со преуредување на претходното равенство:

$$i_n = i_r + p_e + i_r p_e = ir + pe$$

каде што последниот елемент $i_r p_e$ се запоставува, поради тоа што има релативно многу мала вредност. Оттука, доколку се претпостави дека реалната каматна стапка ќе изнесува 3% (ова е најчеста претпоставка во практиката) и доколку инфлационата премија изнесува 0, номиналната каматна стапка ќе изнесува 3% годишно во периодот на траење на договорот. Доколку се очекува цените на стоките и услугите да се зголемиваат 7% годишно, во тој случај номиналната каматна стапка би изнесувала 10%.



И покрај тоа што постои значителна емпириска евиденција која ја покажува силната врска што постои помеѓу стапката на инфлација и висината на каматната стапка (на пример, државите со висока инфлација секогаш имаат и високи каматни стапки), постојат и спротивни мислења за тоа дали Фишеровиот ефект е валиден во неговата најконкретна форма. Очекувањата за зголемување на цените очевидно доведуваат до повисоки номинални каматни стапки, но останува прашањето дали таа промена во номиналните каматни стапки е целосна рефлексивна на обемот на антиципираната инфлација. Многу прашања се поставуваат, на пример, за стабилноста на очекуваната реална каматна стапка.

Реализираната реална каматна стапка (номиналната каматна стапка без инфлационата премија) во минатите години (на пример, во САД) била многу променлива: високопозитивна во доцните осумдесетти години од 20 век, но со тренд на значително намалување во раните деведесетти години. И тогаш, нестабилноста на реализираната реална каматна стапка не е во контрадикторност со Фишеровиот ефект, кој тврди единствено дека номиналните каматни стапки се базираат на очекувањата во движењето на инфлацијата, но не и дека тие очекувања се секогаш остварливи. Настојувањето овие очекувања и реално да се остварат со што реализираната реална каматна стапка би била константна претставува една многу строга претпоставка во однос на онаа вградена во Фишеровиот ефект. Во оваа насока, многу аналитичари на оваа проблематика го поставуваат и прашањето за брзината со која номиналната каматна стапка се приспособува кон промените во очекуваната инфлација. На пример, доколку номиналната каматна стапка се приспособува бавно кон промените во очекуваната инфлација, реалната каматна стапка би била нестабилна сè до моментот на комплетното усогласување и оттука се губи директната врска помеѓу нивото на номиналната каматна стапка и очекуваната стапка на инфлација.

Примената на Фишеровиот ефект дополнително се комплицира и поради постоењето на даночните стапки кои се функција повеќе на номиналната отколку на реалната каматна стапка. Зголемувањето на очекуваната стапка на инфлација од, на пример, 4% ќе предизвика зголемување на номиналната каматна стапка повеќе од 4%. Ова значи дека на кредиторот мора да му се надоместат и трошоците за повисоките даноци предизвикани од инфлацијата. Оваа појава често може да се сретне во литературата под името *Darby effect*.²⁰

Понатаму, некои теоретичари веруваат дека поради веројатноста вистинските стапки на инфлација во иднина да ги надминат претходно



очекуваните стапки, инвеститорите би барале т.н. премија за ризикот. Со фактот што оваа премија за ризик варира со тек на времето, на ист начин како и очекуваната инфлација, детерминирањето на реалната каматна стапка дополнително се комплицира. Ова усложнување на проценката на очекуваната реална каматна стапка укажува на тоа дека инвеститорите треба да бидат крајно внимателни при користењето на оваа стапка во процесот на деловно одлучување.

3. Алтернативни процедури за предвидување на висината на каматната стапка

Бидејќи висината на каматната стапка претставува пресуден фактор во секојдневното донесување одлуки од страна на бизнисмените и потрошувачите, мошне е важно предвидувањето на идното движење на каматните стапки (Трпески, 1995). Овој интерес за нивото на каматните стапки во иднина е посебно изразен кај финансиските институции, кај коишто донесувањето на денешните одлуки за позајмување или одобрување на средства во голема мера зависат од очекуваните каматни стапки во наредните седмици, месеци и години.

Во практиката постојат различни пристапи кои се користат за предвидување на идното движење на каматните стапки, кои може да се рангираат од многу едноставни и субјективни проценки, до екстремно комплицирани финансиски модели. Еден од најчесто користените пристапи го користи концептот на текови на средствата (flow-of-funds) во рамките на расположливите средства за кредитирање во економијата. Во овој пристап, финансиските аналитичари вршат предвидување на понудата и побарувачката на кредитни средства.

Понудата на кредитни средства ги вклучува, пред сè, понудените средства од страна на финансиските институции и другите извори (обично со исклучување на индивидуалните лица), а побарувачката на кредитни средства ги вклучува барањата на финансиски средства од страна на претпријатијата, потрошувачите и владата. Предвидувањето на понудата и на побарувачката се базира на одредени претпоставки, како што се: влијанието на монетарната политика на централната банка, состојбата во фискалната политика, инфлацијата и други релевантни варијабли. Понатаму, се врши споредување и одредување на рамнотежната точка помеѓу кривата на понудата и побарувачката на кредитни средства. Повисоко ниво на побарувачка на кредитни средства (односно големата разлика помеѓу антиципираната побарувачка и понуда на средства) врши притисок врз покачување на каматните стапки и ги стимулира единките на купување хартии од вредност (обезбедување на кредит), како одговор



на очекуваните повисоки стапки на враќање во иднина. Спротивно на ова, помалата разлика помеѓу антиципираната понуда и побарувачка на финансиски средства ќе предизвика помал притисок врз висината на каматните стапки.

Каматните стапки може да се предвидуваат и индиректно, преку предвидување на идната стапка на инфлација. Овој пристап се базира на претпоставката дека аналитичарите кои го применуваат имаат доверба во Фишеровиот ефект и неговата претпоставка за константна очекувана реална каматна стапка (Cirovic, 2001). Со оваа техника, антиципирањата за опаѓачка инфлација предизвикуваат намалување и на каматните стапки, а очекувањата за покачување на стапката на инфлација имаат за резултат зголемени пазарни каматни стапки. Ваков пристап може да ги инкорпорира и очекувањата за променлива стапка на инфлација со тек на времето, па оттука и за променливи каматни стапки. На пример, може да се очекува дека стапката на инфлација во наредните три години ќе се зголемува, а потоа постепено ќе се намалува - предвидување кои би имало големо влијание врз идните каматни стапки, така што каматните стапки на финансиските средства со рок на доспевање до три години би биле повисоки од каматните стапки на средствата со подолг рок на доспевање.

И покрај постоењето на различни пристапи, може да се каже дека точноста на предвидувањето на движењето на идните каматни стапки од страна на финансиските аналитичари е навистина мала. Од оваа причина менаџерите на финансиските институции сè повеќе ги користат современите деривативни инструменти (опции, фјучерси) и хеџинг методите за намалување и избегнување на ризикот од можните грешки што ги носи процесот на предвидување на идните движења на пазарот.

Заклучок

Концептот на каматната стапка, дефинирана како цена на кредитот е важен концепт, посебно за финансиските институции. Постоечкото ниво на каматните стапки има големо влијание на приливите и одливите на финансиски средства кај финансиските посредници. Главниот извор на приходи кај најголемиот број од финансиски посредници е каматата што тие ја наплатуваат на одобрените заеми и инвестиции, а главна трошковна категорија е плаќањето на камата за позајмените фондови (вклучувајќи ги депозитите).

Познавањето на основните мотиви за побарувачката на кредитни средства од страна на претпријатијата е посебно важно, поради тоа што бизнис секторот отсекогаш бил главен позајмувач на дополнителни финансиски средства неопходни за неговото работење и развој. Уште



повеќе и можеби со поголемо значење за разбирање на промените во каматните стапки, бизнис побарувачката за кредитни средства е високо нестабилна и променлива од година во година. Оттука и промените во каматните стапки се доста зависни од промените во побарувачката на кредитни средства од страна на бизнис секторот, посебно движењата на краткорочните каматни стапки (стапките на пазарот на пари).

Користена литература

- Cirovic, M. (2001). *Bankarstvo*: Beograd;
- Trpeski, Lj. (1995). *Pari I bankarstvo*: Ekonomi pres, Skopje;
- Anson, M. Fabozzi, J. (2004). *Credit derivatives: Investments, Applications and Pricing*;
- Boonstra, W. Eijffinger, S. (1997). *Banks, Financial Markets and Monetary Policy*, Amsterdam
- Bankakademie International. (2000). *Credits*: Frankfurt/Main