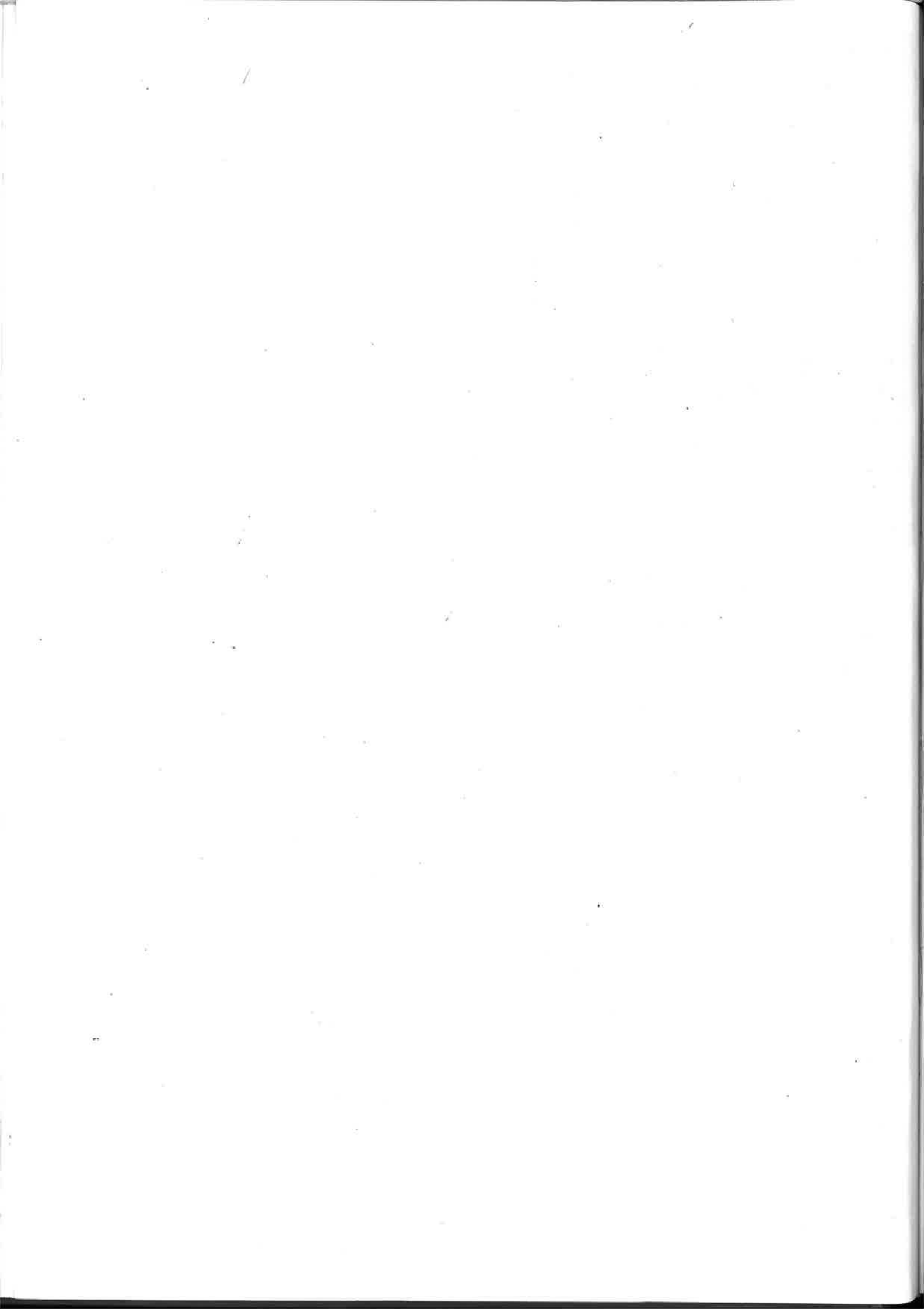




Проф. др Ново Плакаловић

ПРИСТУП ПОЛИТИЦИ КАМАТНИХ СТОПА У ЗЕМЉАМА У РАЗВОЈУ, БиХ И РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

1. Парадигма “финансијске репресије“ |93|
 2. Либерализација каматних стопа |96|
 3. Трендови у развоју новчано-банкарског сектора у БиХ и Републици Српској |99|
 4. Политика каматних стопа у БиХ |101|
- Резиме |103|
- Литература |103|



Теорија каматних стопа и политике које се воде или сугеришу као прихватљивије за земље у развоју се доста разликују од оних у развијеним индустријализованим земљама. Низак ниво дохотка по глави становника, слабији развојни потенцијали тих земаља, релативно скроман обим понуде домаће финансијске штедње, различити дефицити, осјетљивост тих земаља на различите спољне и унутрашње шокове и бројне друге неповољне економске и социјалне карактеристике тих земаља чине да стандардне односно савремене економске теорије настале у богатим земљама нису валидне за услове који владају у већини земаља у развоју. Из тих разлога се овим земљама односно проблемима развоја њихових економија посвећује посебна пажња западне научне и стручне јавности. Постоје бројна истраживања на бази примијењених и прилагођених важећих економских теорија насталих у развијеним економијама. На бази тих истраживања настају и одговарајуће сугестије од релевантних стручних кругова и посебно међународних институција које се баве финансијском подршком развоју ових земаља. Због тога ћемо у овом тексту одговарајућу пажњу посветити неким аспектима монетарне и финансијске теорије и политике који се односе на одређене ситуације земаља у развоју те се у том контексту осврнути на одговарајуће аспекте ових проблема у БиХ и Републици Српској.

1. Парадигма “финансијске репресије”

Везано за земље у развоју, последњих деценија су у међународним стручним круговима преовладали ставови да те земље треба да воде политику каматних стопа које ће формирати **потпуно слободно** на тржишту, у складу са актуелном понудом и тражњом позајмљивих средстава. Таквом приступу су претходила бројна и исцрпна истраживања понашања каматних стопа у економијама са нижим дохотком по глави становника. Један од главних налаза је био да су каматне стопе у земљама у развоју често одржаване испод актуелних стопа инфлације чиме су практично биле **реално негативне**. То је представљало директну посљедицу државног регулисања са циљем да се кредит учини јефтинијим и доступнијим како би се подстакло инвестирање и «погурао» економски раст. То је за повјериоце значило директан губитак а за дужнике добитак. Поред бројних поремећаја у макроекономском систему односно функционисању економија земаља у развоју, реално негативне каматне стопе су доводиле и до бијега капитала из тих земаља смањујући ионако скромне изворе домаћег капитала.

Као одговор на ситуацију «финансијске репресије» која је током седамдесетих година прошлог вијека била карактеристична за већину земаља у развоју, данас се јако промовише политика **финансијске либерализације**. У теорији се ова разматрања најчешће везују за радове Shaw S. (1973) и Mc Kinnon R. (1973).

Основна теза Shaw-а је да би се увођењем **реалних каматних стопа** у земљама у развоју, повећала монетарна актива умјесто непродуктивне реалне активе, чиме би се повећала штедња, односно капитал, а потиснуло тржиште на црно и олакшало банкама да мобилишу приватне уштеде.

Традиционална стратегија у земљама у развоју је била заснована на **ниским каматним стопама** као инструменту путем кога су се субвенционисале инвестиције. Зачарани круг економског развоја је изгледао тако да се сматрало да је из њега немогуће изаћи уколико се не пружи нека врста помоћи од стране државе. У форми кредита са ниским, субвенционисаним каматним стопама. Тако су кредити од међународних агенција као што су кредити IMF и Свјетске банке (The World Bank), који су добијани по бенефицираним односно повољнијим каматним стопама, одобравани домаћим предузећима и компанијама по исто тако ниским каматним стопама. Ниске каматне стопе су служиле као компензација очекиваних ниских реалних стопа приноса по основу инвестиција. Ниске стопе поврата инвестиција су опет биле резултат разних фактора који се крећу у распону од реалних фактора, политичке нестабилности и повећаних ризика, до разних шокова на међународном и домаћем тржишту и другог. Најзад, ниске каматне стопе су биле одраз експанзивне државне потрошње која је добрим дијелом финансирана преко инфлације (која је еродирала реалну вриједност јавног – државног дуга и тако олакшавала државни терет њених дуговања) док су порески приходи због инфлације бивали све већи.

Проблем реално ниских каматних стопа је у томе што ниске каматне стопе не омогућују ефикасну алокацију акумулације. Зато се понекад истицало да је повољнија алтернатива да се одређеним зајмопримцима даје директна помоћ. Објашњења разлога депресијације каматних стопа су неповјерење економија, у којима држава има претјерану управљачку улогу, у моћ тржишних снага, настојања владајућих класа и група које имају користи од постојећег стања и неувиђање да ниске каматне стопе ријетку штедњу чине јефтином за инвеститоре, чиме се доприносило њеној још већој ријеткости. Либерализација каматних стопа је требала да отклони те слабости. Увођењем реалних каматних стопа повећала би се монетарна актива што би приватним трансакторима омогућило да лакше узимају кредитне јер би се банке ослањале на пораст ликвидности својих комитената као облик обезбјеђења. Смањење ризика водило би смањењу трошкова посредовања (банкарских трошкова). Коначан очекивани резултат био би да се традиционални сектор (пољопривредници, мала предузећа) приближе банкарским услугама, укључујући на тај начин у већој мјери и банке у финансирање економског и социјалног развоја.

Ова стратегија је првобитно дефинисана од стране **Ronalda McKinnon-a** (1973) и **Show-a** (1973) који су заступали стратегију високих каматних стопа. Њихова аргументација је била заснована на теорији каматне стопе у **класичној монетарној теорији**. Више каматне стопе би требале стимулисати формирање штедње. Истовремено, повишене каматне стопе на кредитне, подстакнуте вишим стопама поврата, требале би подстаћи институционални развој финансијских посредника. Иницијално стање каматних стопа на кредитне у привреди, које су субвенционисане од стране државе, скупа са инфлационим финансирањем државе које смањује стопе поврата кредиторима јавног сектора, представља парадигму «финансијске репресије» («financial repression»). Раст приватног сектора у оквиру финансијског система је означен термином «финансијска либерализација».

Механизам генерисања штедње се разликује код McKinnon-a и Show-a. Први се концентрише на ситуацију у сектору самофинансирања, гдје је новац (у форми готовине и банкарских депозита) примарно средство штедње који је генерисан плановима трошења капитала. Новац и реални капитал су комплементарни. Show посматра сложенији финансијски систем гдје је балансирање директно, дакле у случају када штедише купују обвезнице емитоване од стране корисника кредита или индиректно када банке одобравају кредитне на бази прикупљених штедних депозита. Финансијске активе и реални капитал су алтернативе врсте актива на које су штедише оријентисане. Ова два приступа су прилично конзистентна уколико се McKinnon-ов модел примијени на земље без тржишта капитала, а Show-ов на земље чији се финансијски систем налази на вишем степену развијености. Налази Fry Maxwell-a (1978) су конзистентни

са овом интерпретацијом. У оба случаја, више каматне стопе генеришу више штедње у облику финансијске aktive.

Ова стратегија, поред тога што има за циљ да повећа обим штедње, истовремено настоји да смањи геп у погледу девизних резерви. То значи мање ослањање на позајмљивање у иностранству пошто се додатна финансијска средства генеришу у домаћем сектору као резултат финансијске либерализације. Истовремено су девизе сачуване у домаћим оквирима због веће употребе осталих новчаних актива, тако да девизна ограничења постају слабија.

Срж **проблема** ове политике је да **каматне стопе не одређују директно обим штедње већ само форму** у којој се држи штедња. Повећане каматне стопе могу подстаћи штедише да напуштају доминантну оријентацију на реалне aktive или готов новац, у корист финансијских актива па чак и да настоје да повећају обим укупне штедње. Међутим, доходак па тако и штедња, могу се повећати једино ако расте обим инвестиција. Помјерања ка финансијским активама могу прије проузроковати пораст штедње што омогућује да се финансира више инвестиција него да се више штедње генерише на бази инвестиција.

Проблем виших каматних стопа се јавља везано за генерисање инвестиција. Више каматне стопе дестимулишу инвестициону тражњу. Међутим, ако се финансијски развој прошири и на рурални сектор онда би чак и повишене каматне стопе опет биле ниже од зеленашких каматних стопа које наплаћују позајмљивачи новца на руралним подручјима. Проблем у земљама у развоју може бити, према **Khatkhate D. (1980)**, релативно ниска стопа поврата на капитал. Несташица капитала подиже каматне стопе изнад реалне стопе поврата смањујући тако инвестициону тражњу а на тај начин и доходак и штедњу, провоцирајући још већу несташицу капитала. Неокласична теорија тврди да нижа стопа инвестиција повећава маргинални поврат на капитал тако да се равнотежна позиција **може** постићи. У вези с тим се спомиње такозвани **Verdoorn efekat** који се односи на економије у раним фазама економског развоја. Тај ефекат сугерише да ће напори да се инвестира генерисати више расхода на инфраструктуру, повећавајући вјештине (знање и умијеће запослених), са више утицаја на финансијски развој и већим стопама поврата на сљедеће инвестиције. То значи да раст практично сам по себи повећава маргиналне стопе поврата капитала. Зато се предлажу веће каматне стопе како би се подстакао финансијски развој али да нису веће него маргиналне реалне стопе поврата на капитал, које су иначе ниже него у развијеним земљама.

Оваква политика има импликације на међународне токове капитала. Основна карактеристика извозних енклава (великих индустријских центара и зона у земљама у развоју) је њихов повезаност са међународним тржиштем укључујући и међународно финансијско тржиште. Иначе, основна карактеристика великог броја земаља у развоју је сегментација њихових тржишта која дјелују одвојено. Кључна раздвојеност постоји између **руралног сектора и извозних енклава**. Извозне енклаве обухватају индустрију и банкарски сектор од чега је највећи дио у страном власништву. Просјечан доходак и богатство су релативно већи у тим енклавама у односу на остатак земље. Привреда је монетаризована и одређено финансијско посредовање се остварује преко банкарских институција, државних агенција и међународног тржишта капитала. Насупрот извозним енклавама остали дијелови земље су рурални, сиромашни, без банака, са присуством позајмљивача новца који наплаћују изузетно високе, зеленашке каматне стопе и до 70% годишње (због мале сигурности кредита и ниске стопе поврата на инвестиције што повећава ризик пропасти). Они држе монопол и чак могу подићи тражњу за кредитом јер се он узима како би се саме камате могле отплаћивати.

Ако се пође од претпоставке да су каматне стопе ниже од каматних стопа на међународном тржишту капитала из разлога повећане понуде новца у односу на тражњу, треба имати у виду да су власници актива у извозним енклавама, посебно мултинационалне компаније, добро обавијештене о каматним стопама на међународном тржишту новца и капитала. Они ће у том

случају средства пласирати на међународном тржишту што ће довести до одлива девиза и на тај начин смањења понуде новца. Ако је стопа поврата на капитал довољно висока, инвестициона тражња ће се моћи финансирати домаћим средствима уз доток капитала из иностранства. Ако је ниска, доћи ће до одлива капитала који је највећим дијелом домаћег поријекла. То значи да ће земље са ниским дохотком, које имају **високе маргиналне реалне стопе поврата на капитал**, бити **нето корисници кредита** на међународним тржиштима капитала док ће земље са **ниским стопама поврата** на капитал бити **нето кредитори** на међународним финансијским тржиштима односно користиће мање кредита него што га одобравају тржиштима. Према томе међународно финансијско тржиште коме земље у развоју имају приступ ће правити тешкоће развоју властите финансијске структуре тих земаља. Међународно тржиште одвлачи домаћу штедњу и девизе.

Зато се изражава сумња да ће финансијска либерализација знатније поправити ситуацију у погледу промоције развоја финансијског сектора без јаке инвестиционе тражње.

(Dow, C.S. Earl. E.P. 1983. p. 49.)

2. Либерализација каматних стопа

Прелазак ка позитивним каматним стопама би морао бити постепен и адекватно уклопљен у стабилизациону политику земље у развоју. У првој фази би требало повећати каматне стопе на депозите како би се довело до усклађивања понуде и претјеране тражње за инвестиционим кредитима која је резултат негативних реалних каматних стопа. Каматне стопе на кредите треба подићи на ниво који може покрити трошкове пословања банака. Монетарна експанзија мора бити рестриктивна ради снижавања инфлације. То утиче на смањење производње због недостатка обртног капитала. Високе каматне стопе јако поскупљују кредите чија ће цијена бити знатно већа од цијене у дугорочном периоду. Каматне стопе морају бити реалне. У другој фази, смањењем инфлације треба да опадају и каматне стопе на депозите и кредите али нешто брже јер су и испочетка каматне стопе на кредите расле брже. Кретање каматних стопа и стопа инфлације требало би довести у склад са профитноним дугорочним величинама.

Финансијска либерализација представља само један сегмент политике опште економске либерализације, коју препоручује Свјетска банка и ММФ земљама у развоју. Поред либерализације каматних стопа односно њиховог повећања, предвиђа се и смањивање увозних царина, елиминисање увозних квота и пораст степена интеграције ових привреда са међународним финансијским тржиштима. Како није могуће истовремено спроводити спољнотрговинску и финансијску либерализацију, поставља се питање редослиједа преузимања појединих мјера политике либерализације у односу на каматне стопе, токове капитала и спољну трговину (Edwards S. 1987.)

Mc Kinnon развија теоријски модел везан за политику реалних каматних стопа у земљама у развоју, обухватајући анализом шире аспекте цјелокупног финансијског сектора земаља у развоју, (Mc Kinnon R. 1973.). Основна карактеристика финансијских тржишта земаља у развоју је њихова неразвијеност. Истина, од времена у којем се вршило ово разматрање, па до данас, у неким земљама у развоју је дошло до одређених промјена у смислу јачег развоја домаћих тржишта капитала што је посебно потенцирано процесима приватизације (Glen J. Pinto B. 1995.). Јасно да те промјене нису толико моћне да би се створила финансијска структура идентична развијеним земљама. Због тога се и даље може говорити о неразвијености финансијског тржишта које истина не ствара **«дисторзије»** али се у одређеној мјери одражава на низак ниво *per capita* дохотка који је директна посљедица малог обима индивидуалне штедње и инвестиција. Одсуство отвореног тржишта примарних хартија од вриједности или његова слабост утиче на то да се приватна финансијска штедња у земљама у развоју углавном

налази у форми готовине и депозита. Ако је банкарски систем био у могућности да управља својим реалним кредитним портфолиом по принципу максимализације профита, високо приходним кредитима избалансираним у односу на ризик, то значи да се управљао према класичним принципима банкарског пословања. Ако систем није био изложен рестрикцијама, у том случају би депозитари могли остварити нето принос из ових зајмова након покривања банкарских трошкова. Депозитари у пракси често не примају стварни принос, што се манифестује у виду оскудице вриједног капитала у привреди. Неки фаворизовани корисници банкарских кредита, обично у урбаним подручјима, добијају веома јефтино средства, док су други у руралним подручјима, са потенцијално високо доходним пројектима, често потпуно искључени. То је консеквенца збрке каматних рестрикција на депозите и кредите, обавезних резерви и посебно кредитних линија владе одобрених депозитним банкама.

Рестрикција и растућа инфлација дјелује тако да је реална добит депозитара и имаоца новца високо негативна због чега предузећа и домаћинства смањују штедњу и преусмјеравају инвестиције изван организованог финансијског сектора. Процес који има такве тенденције је скуп и неефикасан.

Пошто су ситна предузећа из урбаних подручја често финансијски изолована, будући да не узимају кредите, углавном се ослањају на самофинансирање, што није гаранција да ће се таква средства усмјерити у високо добитне употребе у привреди. Умјесто тога капитал може бити ангажован у малом обиму и пласиран у застарјеле технологије. Још је неповољније што таква «пресија» може учинити да су добровољне приватне уштеде недовољне да потпомогну развој, чак и у ограниченим индустријализованим енклавама. Земље у развоју постају све склоније да се обраћају за помоћ из иностранства или ослањају на инвестиције мултинационалних компанија. Домаће власти у тој ситуацији прибјегавају присилном стварању економских «вишкова», нарочито из пољопривреде.

Ако се јачање штедње на рачун осиромашења пољопривреде, као инструмент финансирања индустрије, оконча, добровољна финансијска штедња предузећа и домаћинства мора бити репласирана, односно премјештена у процесу репродукције. Према томе, либерализација спољне трговине и финансијског сектора су два аспекта истог проблема за многе земље.

Привреде земаља у развоју су фрагментисане и њихова тржишта су раздијељена. То има за резултат широк распон цијена за импуте, робе и услуге. *Било какав избор између различитих врста монетарне, финансијске и реалне активе, постаје немогућ.* Ограничено учешће банака у финансирању инвестиција, опште је правило у земљама у развоју. Занемаривање традиционалног сектора од стране банкарског система, утиче на константну присутност високих каматних стопа на паралелним финансијским тржиштима која су једина алтернатива за ситне предузетнике и предузећа.

Према неким емпиријским истраживањима (Edwards S. 1988.) финансијска дерегулација, под одређеним околностима, може генерисати значајно потискивање нерегуларног (нерегулисаног) тржишта, смањујући тако укупан степен финансијског посредовања. Промјене у званично контролисаним каматама на орочене депозите се налазе у позитивној релацији са слободно формираним каматним стопама на нерегуларном тржишту. У случају Кореје је нађено да пораст (пад) нивоа каматних стопа на нерегуларном тржишту, дестимулише (стимулише) инвестиције. С друге стране, раст реалног обима финансијског посредовања у званичном финансијском сегменту, има позитивне ефекте на агрегатне инвестиције.

Слабости финансијског система и недостатак домаће штедње су утицали на владе да финансирају буџетске дефиците путем јавног кредита, повећавајући билатералне и мултилатералне кредите, узимајући зајмове од приватних банака и користећи директно инострано приватно инвестирање. Овакви извори средстава директно воде земље у развоју у проблеме изразитог повећања спољне задужености.

Због свега тога основни задатак државе је да *елиминира финансијску «пресију»* и тако утиче на брз пораст расположивих позајмљивих средстава. Према Mc Kinnon (1973) најбоља солуција је окретање према потпуно отвореном тржишту капитала, гдје се узимање и давање кредита врши по високо уравнотеженим каматним стопама. Однос расположивих средстава у банкарском билансу ($M2 = \text{готовина, депозити по виђењу и орочени депозити}$) и друштвеног производа, би порастао уколико би депоненти остваривали веће приносе на депозите. Путем банкарског система би се појачали реални економски токови у моделу брзог економског раста.

Држава би морала да буде спремна да укине бројне субвенције, регулацију нивоа каматних стопа, посебне кредитне погодности које утичу на микроекономску алокацију инвестиционих ресурса у привреди. Надаље, било би нужно престати са праксом високих обавезних резерви из којих се финансирају специјализоване кредитне институције и држава, као и са директним дисконтом ових институција код централне банке или саме државе, чиме би се инфлација могла ставити под контролу. Фискалне реформе треба да помогну реформу пуне либерализације, како се буџетски дефицит не би покривао путем банкарског система. Уколико мјере нису потпуне, односно паралелно предузете на свим подручјима (ако се, нпр., укину рестрикције на каматне стопе, а остану високе стопе обавезних резерви уз продужену инфлацију) не могу се постићи очекивани ефекти.

Изворни теоријски став **R. McKinnon-а из 1973. године**, о потреби елиминисања финансијске репресије у земљама у развоју (реално негативне каматне стопе) путем либерализације нивоа каматних стопа је касније релативизован од стране истог аутора. Наима, увођење реалних каматних стопа мора бити уклопљено у макроекономску стабилизациону политику уз обавезну имплементацију **опрезносне (пруденционе) регулације банкарског сектора (McKinnon, 1991.)**. Прије свега је неопходно успостављање фискалне дисциплине (смањење буџетског дефицита) затим рестриктивна монетарна политика а тек након тога регулисање раста нивоа каматних стопа (увођењем горњих лимита каматних стопа) од стране регулаторних институција.

Стратегија брзе дерегулације каматних стопа је у неким земљама Латинске Америке испољила недостатке. У Чилеу су реалне каматне стопе у периоду 1976. до 1982. године достигле у просјеку ниво од 32% годишње. И предузећа и банке су се поузеле да ће држава интервенисати у случају тешкоћа што се и стварно десило (**Diaz-Alejandro, 1982.**). Проблем са којим се банкарски систем Чилеа суочио било је гомилање великог обима неперформансних актива због високих реалних каматних стопа које привреда није могла сервисирати. Истовремено код банака није било присутно одговарајућа управљање ризицима.

Земље Далеког Истока су спроводиле поступну либерализацију каматних стопа. Оне су реализовале постепену либерализацију финансијског система у спрези са јачањем перформанси домаћих економија слиједећи стратегију извозно оријентисаног раста привреде. Приоритет стратегије развоја је био брзи раст извоза на бази увођења савремене технологије и извозно оријентисаног програма производње. Раст производње је генерисао раст дохотка и штедње коју је финансијски сектор морао рационално алоцирати како би се извршило даље генерисање дохотка и штедње. Због тога се симултано регулишу каматне стопе на депозите и кредите. Ренте које извлаче банке на бази имперфектне конкуренције бивају свођене на умјерене нивое. У поређењу са осталим економијама земаља у развоју каматни спред (разлика између активних и пасивних каматних стопа) банкарског система у земљама Источне Азије је најнижи. Он је имао тенденцију пада са либерализовањем рестрикција за улазак на банкарско тржиште и са либерализацијом каматних стопа. Регулатори су добро учинили балансирајући потребу да ограниче конкуренцију у циљу јачања солвентности банака са потребом да ограниче ренте које произлазе из имперфектне конкуренције (**World Bank, 1993.p.279.**).

Алтернатива пуној либерализацији каматних стопа је њихова контрола која није долазила у обзир за разматрање у случају БиХ. Разлог за то је што би то дестимулисало доток страног капитала у БиХ.

Треба истаћи да контрола каматних стопа иначе није табу тема већ се врло често примјењивала у различитим стадијима развоја не само у сиромашним земљама већ и у земљама које су тренутно економске велесиле. Међутим, владајући пренаглашени концепт опште либерализације примјењен на БиХ није дозвољавао било какве експерименте са државном интервенцијом у привредној и финансијској сфери.

Потребу за контролом каматних стопа детерминише и сама урођена природа банкарског пословања, односно функционисање кредитног тржишта на коме су **информације имперфектне**. Банке не могу прецизно процијенити вјероватноћу лошег пласмана и не могу алоцирати средства на онога ко прихвата највишу каматну стопу већ се опредјељује за онога ко прихвата текућу каматну стопу али исказује спремност и пружа поуздане гаранције да ће отплатити зајам. Због неперфектних и асиметричних информација којима располажу кредитори и дужници долази до рационарања кредита које се заснива на томе да банке имају довољан степен аверзије према ризику (Stiglitz, Weiss, 1981). Банке одређују своје оптималне каматне стопе (које су ниже од каматних стопа преко којих се тржиште «чисти») на нивоу који им максимизира профит имајући при томе у виду стварну могућност отплате кредита и камата. Банке врше рационарање кредита дакле одобравају кредите у мањем обиму него што је тражња за њима и то само сигурним дужницима, по нижим каматним стопама од стопа које уравнотежују понуду и тражњу кредита у условима кад потпуно сnose ризике из свог пословања. У условима осигурања депозита оне ризике могу пребацивати на државу и стога одобравају кредите по јако високим каматним стопама. Потенцијалне профите из свог пословања у тим околностима саме уживају а потенцијалне разлике пребацују на државу упуштајући се тако у «модерни хазард». Познато је да се подкапитализоване банке такођер често упуштају у финансирање крајње различитих пројеката што води неефикасној алокацији ресурса.

Могући модели контроле каматних стопа се могу различито поставити као, нпр., да се лимитирају каматне стопе на депозите и на кредите. Друга је могућност да се дефинишу оквири за кретање стопа на депозите и посебно стопа на кредите а да банке саме одреде каматне стопе у оквиру тих зона. Трећа могућност се односи на услове јачег дјеловања тржишних снага гдје регулативне власти одређују максимални каматни спред а банке саме одређују ниво каматних стопа на депозите и на кредите. (Ћировић М. 1995.с.285.).

3. Трендови у развоју новчано-банкарског сектора у БиХ и Републици Српској

Од августа 1997. године у Босни и Херцеговини је на снази систем и механизам валутног одбора којим се управља и контролише домаћа новчана маса. Мотивације за увођење оваквог система су биле:

1. на политичком плану, давање елемената државности БиХ и повезивање ратом издјељене територије и народа у БиХ;
2. на економском, економско повезивање простора земље преко јединствене валуте уз истовремено обезбјеђење стабилности валуте и враћање повјерења јавности у домаћу валуту.

Иначе систем валутног одбора који се примјењује у БиХ је заснован на принципу да је примарни новац (новац централне банке-готов новац у оптицају и новчана средства комерцијалних

банака код централне банке) покривен са 100% званичним девизним резервама, односно девизним резервама са којим располаже централна банка. Те девизне резерве обезбјеђују пуну интерну конвертибилност домаће валуте у страну валуту односно евро за који је домаћа валута везана фиксним девизним курсом.

Са почетних 132,6 милиона марака вриједних девизних резерви са којима је стартовала Централна банка БиХ и које су биле основа за формирање количина домаћег примарног новца у истом обиму, у септембру 2005. године у Централној банци БиХ су девизне резерве повећане на импресивних 3970,2 милиона марака девизних резерви на чијој основи је креирано 3554,2 милиона марака примарног новца или новчане базе.

Функционисање система валутног одбора у БиХ је дало резултате. Повећан је степен повјерења јавности у домаћу валуту, монетарни и уопште финансијски систем земље. Од валутног одбора се очекује да с обзиром на макроекономску стабилност унаприједи трговину, инвестиције и привредни раст. Међутим, расправа о свим овим ефектима односно колико је валутни одбор утицао на макроекономске перформансе домаће привреде би у најмању руку показала да су постигнути резултати дискутабилни. Свакако било би бесмислено приписивати систему валутног одбора у БиХ "кривицу" за врло споро достизање жељених перформанси домаће привреде. Напросто систем валутног одбора у оваквој економији није могао битније утицати на поправљање спољнотрговинске позиције БиХ. Ни систем флексибилног девизног курса, насупрот фиксног, на коме се заснива систем валутног одбора, не би битније поправио платно билансну позицију БиХ. Разлог за то је што је кључни проблем економије БиХ на страни понуде (производњи) која не може реаговати на измјену у тражњи нити на промјене девизног курса које би домаће производе учиниле конкурентнијим на иностраном тржишту.

Критично питање, по нашем мишљењу, није како изаћи из система валутног одбора, да ли се вратити на класичну централну банку или извршити евроизацију односно једнострану евроизацију или приступањем у европску монетарну унију, већ је то прије свега питање повјерења јавности у домаћи монетарни и финансијски систем у цјелини. По својој природи систем валутног одбора би управо могао угрожавати повјерење јавности у домаћи банкарски систем. Наиме, законска забрана кредитирања банака у случају изненадних одлива депозита односно суочавања појединих банака или цијелог банкарског система са неликвидношћу, не може улијевати довољно повјерења јавности у односу на банкарски систем. То се посебно може испољити уколико је домаћи банкарски сектор ослабљен. Овај хендикеп је могуће компензирати кредитним линијама из иностранства које би држава могла обезбјеђивати за случајеве ванредних околности односно потреба за кредитирањем.

У контексту актуелног функционисања банкарског сектора реална је опасност да понашања појединих великих банака које знајући да држава не смије ни под коју цијену допустити пропаст неке од већих банака могу водити политику улажења у "морални хазард" очекујући подршку државе у случају њихових пословних тешкоћа. У свему томе се поставља и питање да ли ће банке мајке бити спремне да притекну у помоћ ако та помоћ буде захтјевала "сувише велик" ангажман банке мајке.

У једном општем смислу није се начисто да ли је уопште лако успоставити повјерење са увођењем система валутног одбора с обзиром да економија постаје осјетљивија на шокове јер не посједује монетарну аутономију и механизам кредитора последње инстанце. Држави је тешко убједити тржиште да неће одбацити систем валутног одбора уколико не оствари ефекте кредибилности који су главна предност овог система. Уколико се кредибилитет не може постићи због тога што су недостаци сувише скупи за државу, влада ће бити присиљена да га одбаци признајући тако одсуство кредибилитета валутног одбора.

Банкарски систем у Републици Српској је потпуно приватизован са учешћем страног капитала у власничком капиталу банака са близу 80%. Банке су се јако ангажовале у кредитној активности

посебно у сфери потрошачког кредитирања те је и Централна банка морала крајем 2005. године интервенисати са повећањем своје стопе обавезне резерве. С друге стране, присутан је раст средстава резерви банака на рачуну код Централне банке па је у тећем кварталу тај ниво достигао у појединим моментима имплицитну стопу од рекордних 19%.

То указује на високу ликвидност банкарског сектора односно вишкове резерви односно непласирани финансијски потенцијал. Ова појава није резултат намјерног рационасања кредита на што би се могло помислити с обзиром на слаб кредитни рејтинг односно кредитну способност потенцијалних дужника, већ је прије свега резултат немогућности банака да пласирају кредите без већег ризика. Брзи раст задуживања становништва је очигледно довео до засићења овог сектора кредитима тако да се сужава простор за пласман кредита становништву. Сектор предузећа је ионако слаб апсорбер кредита због своје неразвијености тако да банкама пријети опасност упуштања у све лошије пласмане односно упуштање у преузимање претјераних кредитних ризика. Ту долази и до појава толерисања задуживања корисника код других банака како би враћали претходно узете кредите код неких трећих банака.

Све то упућује на доста реалних опасности које се надвијају над банкарским сектором иако је банкарска регулација и супервизија веома оснажена и у Републици Српској и Федерацији БиХ. Поставља се питање да ли ће надзорни органи бити у стању управљати евентуално јачом кризом банкарског сектора. Сви ти проблеми примарно проистичу из неравнојерне динамике развоја и либерализације финансијског и банкарског сектора у односу на реални сектор економије који знатно заостаје за развојем првог сектора. Очекивања креатора политике су да ће брз развој финансијског сектора повући развој реалног сектора економије. То се још увијек није десило а очекивања се усмјеравају у потенцијални долазак страних инвеститора односно страних директних улагања у постојеће фирме (стратешка предузећа) или "greenfield" инвестиције. То би морало ускоро слиједити јер је већ одавно присутна опасност пренапрегнутог трговинског биланса земље који износи преко 7 милијарди конвертибилних марака.

Финансијска либерализација поред ефеката у виду великог напретка финансијске сфере односно развоја домаћег банкарског сектора, скупа са великом трговинском либерализацијом, имала је и своју велику тамну страну оличену у енормном порасту трговинског дебаланса јер је домаћа кредитна експанзија довела до велике експанзије увоза с обзиром да домаћа понуда није била у стању одговорити на тако брзо нараслу домаћу агрегатну тражњу.

Све то не даје основу да се политика либерализације и институционалне реформе оцијене позитивним са аспекта убрзања економског раста земље и повећања благостања. Томе у прилог највише говори константно присутна висока стопа незапослености домаће радне снаге која износи преко 40% са тенденцијом даљег повећања јер је евидентно да још један значајан број запослене радне снаге представља латентно незапослене раднике јер су практично само формално запослени и представљају вишак радне снаге који ће бити елиминисан у процесима након приватизације преосталих државних, стратешких предузећа.

4. Политика каматних стопа у БиХ

У склопу политике опште либерализације каматних стопа, стопе комерцијалних банака у БиХ се након завршетка рата слободно формирају и нису инструмент монетарно кредитне политике Централне банке БиХ. Ниво каматних стопа по банкама је на почетку био врло шаролик за све категорије пласмана и мобилисаних средстава. Распони каматних стопа су почетком 2002. године били доста високи. Краткорочна средства су била веома скупа у скоро свим банкама и

на годишњем нивоу су се најчешће кретала у интервалу од десетак до двадесетак процената. Камате на дугорочне кредите су се кретале најчешће у интервалу од 10% до 15%.

Камате на депозите по виђењу у банкама БиХ су се кретале од 1% до 3%, на орочене и штедне депозите од 1% до 5-6%.

Каматни спред (разлика између активних камата које се наплаћују по основу банкарских пласмана и пасивних каматних стопа по којима се обрачунавају камате за прикупљене депозите и друга средства) код краткорочних средстава су у већини банака биле на нивоу од око десетак процентних поена, а негдје су достизале и двадесетак процентних поена. (Билтен Централне банке Босне и Херцеговине, 2002., стр. 115-123.)

Један од важних разлога високих каматних маргина је ризик неосигураног кредитирања. У БиХ је недостајала правна регулатива за кредитирање на бази колатерала. Поред неопходне **правне регулативе** нужно је успостављање институција за регистрацију залога као и развој тржишта за реалну имовину које би омогућило банкама да брзо и дјелотворно продају заложена добра.

Високе каматне стопе почетком 2000. године су биле дијелом резултат затворености кредитних тржишта, не само у оквиру ентитета већ и у оквиру подручја на којима су дјеловале поједине банке. Радило се тада о нетранспарентном тржишту на коме је тражња за кредитима била знатно већа од њихове понуде и гдје су ризици из банкарског пословања били врло високи а заштита од тих ризика неадекватна. Општи оквир дјеловања комерцијалних банака није био у довољној мјери уређен па се није ни могла очекивати јединствена тржишна цијена кредита и уједначена политика каматних стопа по банкама.

Јаче дјеловање конкуренције настале као резултат приватизације банака и уласком страног капитала довело је до позитивних кретања у смислу снижавања општег нивоа каматних стопа и њиховом већем уједначавању између банака. Треба истаћи да тај пад каматних стопа ипак није био дараматичан што се тумачи прије свега присутношћу високог степена ризика. Међутим, не смије се занемарити и чињеница да банке наплаћују високе каматне стопе зато што су корисници кредита спремни узети тако скупе кредите јер банке имају олигополску позицију на домаћем тржишту док су с друге стране домаћи конзументи «гладни» кредита и зато спремни платити високу цијену кредита. Код кредита становништву ипак није присутан тако велики ризик али упркос томе ти кредити су чак и скупљи него кредити предузећима. Нпр., Код краткорочних кредита грађанима просјечна каматна стопа је у септембру 2005. године износила 10,41%, предузећима, 8,09%, а каматна стопа на орочене депозите грађанима је износила 3,25%, предузећима 3,30% (Билтен Централне банке БиХ, 3. 2005.). Због тога се може претпоставити да се банке примарно руководе зарадним интересима и користе своју монополску позицију остварујући тиме значајан раст приноса на акционарски капитал. Каматне маргине у банкама БиХ су у 2003. години износиле 6,8 процентних поена што је било приближно свјетском просјеку (5,3 процентних поена) а најближе земљама ниског и средњег дохотка (5,6 процентних поена). У развијеним земљама каматна маргина износи 3,9 процентних поена (World Development Indicators, World Bank, 2005.p.286-288.).

Банкарска супервизија би морала водити рачуна, не само о квалитету банкарских пласмана, већ и о **вези између квалитета тих пласмана и активне каматне стопе** коју банке уговарају. На нивоу појединачне банке она се брани од преузимања превисоког ризика путем рангирања тражилаца кредита према висини кредитног ризика. У условима имперфектних информација банке се ослањају на комитентски однос односно ближе реакције са клијентима. У кредитном аранжману се не уговара само каматна стопа већ кључни постају природа и износ колатерала.

* * *

Какав се закључак може извући из претходног? Са аспекта штедиша каматне стопе које се нуде од стране комерцијалних банака нису атрактивне мада истини за вољу оне су приближне каматним стопама које нуде банке у индустријализованим земљама при чему су у неким случајевима чак и веће. Како се онда може објаснити динамичан раст штедних депозита грађана? Наше мишљење да је томе највише доприноса дала приватизација банака и улазак страног капитала у домаће банкарство и то чак у већој мјери него што је томе допринијела имплементација снажног система супервизије и регулације о којој грађани немају много информација и спознаја, те увођење система осигурања депозита. Банке којима су доступни дугорочни извори средстава односно токови финансијских ресурса из банака мајки, нису толико заинтересоване да стимулишу домаћу штедњу повишеним каматним стопама које ионако не би биле довољан стимуланс за повећање штедње па би то за банке био «узалудан» трошак. Другим ријечима или сведено на теоријску равн може се констатовати да кретање квантума домаће штедње има малу еластичност у односу на кретање нивоа домаћих каматних стопа. С друге стране притисак на одржавање ниског нивоа пасивних каматних стопа долази и због присуства високог обима нискокаматносног актива (типа резерви банака код централне банке и девизних пласмана на рачунима банака у иностранству). У таквим околностима је тешко остварити зараду. Зато су и каматне маргине релативно шире.

Резиме

У раду се разматра теоријска основа која је дала аргументе за имплементацију система либералног формирања каматних стопа на банкарском тржишту у БиХ и Републици Српској. Формирање каматних стопа, је било препуштено одлукама комерцијалних банака без директног утицаја Централне банке на тржишну каматну стопу. Испочетка високе, временом су каматне стопе због пораста конкуренције, снижене. Њихов и даље релативно висок ниво се објашњава присутношћу значајних ризика у пословању банака а прије свега кредитног ризика. Упркос свему каматне маргине у БиХ се не могу сматрати сувише великим у релевантним међународним поређењима. Недостатак «добрих» дужника може проузрочити за банке мотивације за упуштањем у ризичне пласмане. Због свега, присутна је и потенцијална опасност упуштања великих банака у «морални хазард». Најзад, актуелни систем монетарног одбора и, мада добро развијен систем ефикасне банкарске регулације и супервизије, чини се нису довољни гаранتي сигурности домаћег банкарског сектора у будућности, поготово с обзиром на недовољан степен повјерења домаће јавности у банкарски систем и монетарну политику.

Кључне ријечи: Финансијска либерализација, каматне стопе, банкарски сектор, монетарни одбор

Литература

1. Билтен Централне банке БиХ, 2 2002. и 3 2003.
2. Dow C.S., Earl E.P. MONEY MATTERS, A Keynesian Approach to Monetary economics, Barnes and Noble book, Totowa, New Jersey, 1982.
3. Diaz – Alejandro C., Good buy financial repression, Hello Financial Crash, Jurnal of Development

- economics, 1995 No 1- 2
4. Edwards S., Sequencing economic liberalization in developing countries, Finance and Development, 1987
 5. Edwards S., FINANCIAL DEREGULATION AND SEGMENTED CAPITALMARKETS: The case of Korea, World development, Vol 16 No 1, 1988
 6. Fry M., Money and capital or financial deepening in economic development, Jurnal of money, credit and banking, November 1978
 7. Glen J. Pinto, CAPITAL MARKETS AND DEVELOPING COUNTRY FIRMS, finance and development, 1995
 8. McKinnon R. MONEY AND CAPITAL IN ECONOMIC DEVELOPMENT, The Brooking institution, 1973
 9. McKinnon R.,m THE ORDER OF ECONOMIC LIBERALIZATION, Baltimore, 1991
 10. Stiglitz J., Weiss A., Credit rationing in market with imperfect informations, American economic review, 1981
 11. Shaw E.S. Financial deepening in economic development, Oxford University press , 1973
 12. Ћировић М., Банкарски менаџмент, Економски институт, Београд, 1995
 13. World bank: THE EAST ASIAN MIRACLE , 1993
 14. World Development Indicators, World Bank, 2005.p.286-288.