

## THE FINANCIAL SYSTEM AND ITS END USERS

**Ljupco Davcev**

Faculty of Economics, Goce Delcev University, Stip, North Macedonia, ljupco.davcev@ugd.edu.mk

**Mila Mitreva**

Faculty of Economics, Goce Delcev University, Stip, North Macedonia, mila.mitreva@ugd.edu.mk

**Aleksandar Davcev**

Dado dooel, North Macedonia, aleksandar@dado.mk

**Abstract:** Economy describes the way the financial system channels capital between the end users of the financial system, that is, between the end borrowers and lenders, rather than the financial intermediaries, which also lends and borrows, but only to channel funds between end users. In developed economies, there are people willing to borrow; and an investment can only be realized by borrowing funds in order to finance its installation and to support the firms through the long period before they earn income. The idea of borrowing is the reason why modern economies have quite highly developed financial systems.

End users of financial systems have a choice between three broad approaches. First, they can engage in what is commonly called direct lending. This means that they directly make a settlement with each other. But this is expensive, inefficient, extremely risky and, in practice, not very likely. Second, they may choose to use organized markets. In these markets, lenders buy the obligations issued by borrowers. If the obligation is newly issued, then the issuer receives funds directly from the lender. To this extent, the process bears some resemblance to direct lending, but dealing with liabilities traded on organized markets has advantages for both parties. Organized markets reduce the search costs that would be associated with direct lending because organized markets are crowded with people willing to trade. Organized markets can be used by end lenders and borrowers. But they are also used by financial intermediaries who themselves provide a third channel for the transfer of funds between lenders and borrowers. The advantages of working through intermediaries are similar to those of working in organized markets: lenders and borrowers come together faster, more efficiently and cheaper than if they had to search for each other; and the intermediary is able, through superior knowledge, to reduce the risk of the transaction for both parties.

**Keywords:** lenders, borrowers, financial assets, savings

## ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ И НЕГОВИТЕ КРАЈНИ КОРИСНИЦИ

**Љупчо Давчев**

Економски факултет, Универзитет Гоце Делчев, ljupco.davcev@ugd.edu.mk

**Мила Митрева**

Економски факултет, Универзитет Гоце Делчев, mila.mitreva@ugd.edu.mk

**Александар Давчев**

Дадо доел, aleksandar@dado.mk

**Резиме:** Економистите го проучуваат начинот на кој финансискиот систем ги канализира средствата помеѓу крајните корисници на системот, односно помеѓу крајните заемопримачи и заемодавачите, наместо посредните должници и заемодавачи - финансиските посредници. кои исто така позајмуваат, но само, како што имплицира нивното име, со цел да ги канализираат средствата помеѓу крајните корисници. Во развиените економии, приходите се генерално толку високи (според светските стандарди) што има многу луѓе кои сакаат да позајмуваат; а една инвестиција може да се реализира само со позајмување средства со цел да се финансира нејзината инсталација и да се подржуваат фирмите низ долгиот период пред да заработат приход. Имајќи предвид дека постои желба да се позајмува и да се задолжува, можеме веднаш да добиеме идеја зошто модерните економии имаат доста високо развиени финансиски системи. Соочени со желба да позајмуваат или да се задолжуваат, крајните корисници на финансиските системи имаат избор помеѓу три широки пристапи. Прво, тие можат да се вклучат во она што обично се нарекува директно позајмување. Тоа значи дека тие директно прават спогодба едни со други. Но, ова е скапо, неефикасно, крајно ризично и, во пракса, не е многу веројатно. Второ, тие може да одлучат да користат организирани пазари. На овие пазари, заемодавачите ги купуваат обврските издадени од заемопримачите. Доколку

обврската е новоиздадена, тогаш издавачот добива средства директно од заеодавачот. До овој степен, процесот има одредена сличност со директното кредитирање, но справувањето со обврските со кои се тргува на организираниите пазари има предности за двете страни. Организираниите пазари ги намалуваат трошоците за пребарување кои би биле поврзани со директното позајмување бидејќи организираниите пазари се преполни со луѓе кои сакаат да тргуваат. Организираниите пазари може да ги користат крајните заеодавачи и заемопримачи. Но, тие се користат и од финансиски посредници кои самите обезбедуваат трет канал за пренос на средства помеѓу заеодавачите и заемопримачите. Предностите на работењето преку посредници се слични на оние од работењето на организираниите пазари: заеодавачите и заемопримачите се здружуваат побрзо, поефикасно и поефтино отколку кога би морале да се бараат меѓусебно; а посредникот е во состојба, преку супериорно знаење, да го намали ризикот од трансакцијата за двете страни.

**Клучни зборови:** заеодавачи, заемопримачи, финансиски средства, штедење

## 1. ЗАЕОДАВАЧИ И ЗАЕОПРИМАЧИ

Во овој труд го насочуваме нашето внимание на крајните корисници на финансискиот систем - заеодавачите и заемопримачите - и на нивните причини за позајмување и задолжување. Ќе видиме дека овие мотиви се разликуваат и во некои случаи се конфликтни. Улогата на финансискиот систем е да ги усогласи овие разлики, што е можно поефтино и ефективно. Кога зборуваме за заеодавачите и заемопримачите овде мислиме на крајни заеодавачи и заемопримачи. Нивните мотиви како заеодавачи и заемопримачи се различни од оние на финансиските посредници кои исто така позајмуваат (на крајните заемопримачи) и позајмуваат (од крајните заеодавачи) и често позајмуваат меѓу себе.

Една од карактеристиките на развиените економии е тоа што приходите се повисоки отколку што многу луѓе имаат потреба за тековната потрошувачка. Разликата помеѓу приходот и потрошувачката ја нарекуваме штедење. Овие заштеди може да се искористат за купување на „вистински“ капитални средства како што се станови, куќи, автомобили за приватните лица, или пак за компаниите тоа се машини, индустриска опрема и простории. Заштедите искористени на овој начин се користат за инвестирање.

Сепак, многу луѓе ќе штедат на ниво што ги надминува нивните реални инвестициски трошења. Навистина, ова генерално важи за домаќинствата чии потреби и можности за реални инвестиции се ограничени. Многу домаќинства штедат без да преземат вистинска инвестиција. Разликата помеѓу штедењето и реалната инвестиција е нивниот финансиски суфицит и тие често се опишуваат како вишок единици. Токму овој финансиски суфицит е достапен за позајмување и токму тоа доведува до нето стекнување на финансиски средства. Забележете дека велиме „достапно за позајмување“. Не мора да се позајмува. Совршено е можно за оние со финансиски суфицит да го акумулираат она што порано се нарекуваше резерва. Односно, тие би можеле да го искористат својот суфицит за да создадат резерви на пари. Би можеле да кажеме дека акумулацијата на средствата за чување пари е „стандардно“ поставување. Ова е она што се случува со оние со финансиски суфицит ако не донесат свесна одлука да постапат поинаку. Тие ги добиваат своите приходи во форма на пари (обично со трансфер на банкарски депозити). Тие користат дел од тој (паричен) приход за да направат потрошувачки, односно купувања. Ако потрошувачката е помала од приходот, тие имаат позитивно штедење. Да претпоставиме, дека нивната вистинска инвестиција е нула. Нивното штедење е истовремено и финансиски суфицит и доколку не донесат позитивна одлука за неговото распределување, тоа стандардно ќе се акумулира во форма на банкарски депозити. Ако го направат ова, не позајмуваат.

Оваа разлика помеѓу штедењето и позајмувањето, која се врти околу желбата на луѓето да ги чуваат парите како финансиско средство, некогаш беше клучно прашање во економијата. Во овој случај, најбитна тема е одредувањето на каматните стапки.

Можеме да го сумираме она што го кажавме во следната формула каде што  $(Y - C)$ , приход минус потрошувачка, е заштеда;  $I$  се залага за вистинска инвестиција; а  $NAFA$  се залага за нето стекнување на финансиски средства. Овде мора да нагласиме дека нето стекнувањето финансиски средства е еднакво само на *потенцијалното* позајмување. Акумулацијата на „резерви“ е стекнување на финансиски средства (пари), но не е, како што знаеме, позајмување.

$$(Y-C)-I = NAFA$$

Кои услови треба да се исполнат за да се поттикнат оние со суфицит да позајмуваат? Како општ принцип ќе кажеме дека заеодавачите сакаат да добијат максимален принос за минимален ризик. Исто така, се претпоставува дека заеодавачите имаат позитивен став кон ликвидноста. Го разгледуваме секој принцип по редослед.

Приносот од финансиското средство може да има една или повеќе форми. Тоа може да биде во форма на плаќање на камата во зададени интервали. Ова е случај, на пример, со штеден влог кој, всушност, е заем на штедна институција. Каматата се плаќа и на обврзниците, иако постои можност со обврзница да се

продаваат со профит и да се оствари капитална добивка. Со акциите на компаниите, привлекувањето на капитална добивка за некои инвеститори е барем исто толку важно како и периодичните плаќања, кои се променливи бидејќи на крајот се поврзани со заработката на фирмите. Некои средства, кога се новоиздадени, се продаваат со попуст до цената по која подоцна ќе бидат откупени, нивната рочна вредност. Според тоа, овој попуст функционира како капитална добивка - се плаќа помалку за средството отколку што се добива за негово располагање. Овој попуст може да се изрази како дел (обично од вредноста на достасувањето) и во оваа форма, позната како стапка на попуст, може да се спореди со други стапки на принос. Попустот најчесто се користи во врска со благајнички или комерцијални записи - хартии од вредност што се тргуваат краткорочно.

Ризикот во финансиски контекст обично се однесува на веројатноста дека резултатите може да се разликуваат од очекуваното. Потребен е голем број на форми. Во моментот можеме да забележиме дека заемодавачите се соочуваат со можност за ризик од неисполнување на обврските (заемопримачот не успева да отплати кога се очекува); ризик од приход (средството не успева да го даде очекуваниот принос); капитален ризик (номиналната вредност на средството се разликува од очекуваната) и ризик од инфлација (ризикот дека нивото на цената неочекувано се менува, предизвикувајќи промена во реалната вредност на средствата). Еден од главните недостатоци во директното позајмување, а оттука и една од главните предности во користењето на организирани пазари или специјализирани посредници, е тоа што многу заемодавачи би било невозможно прецизно да го проценат ризикот од позајмување на поединечни заемопримачи. И кога би можеле, нивото на ризик на кое се изложени би ги одвратило од позајмување, можеби целосно или делумно со сè, освен со многу висока стапка на поврат.

Со оглед на тоа што другите работи се еднакви, се претпоставува дека заемодавачите претпочитаат можности кои нудат најголема ликвидност. Под ликвидност подразбираме можност за брзо враќање на средствата и со капитална сигурност. Забележете дека се вклучени два услови - брзина и вредност. Секое средство може брзо да се продаде - дури и кука на пазар на недвижности кој е во пад - ако продавачот е подготвен да претрпи доволно голема капитална загуба. Причините за ваквиот позитивен однос кон ликвидноста се доста сложени, но тие се поврзани со ризик и неизвесност. При давањето заем, заемодавачот пресметува дека не му е потребен пристап до средствата за даден период. Меѓутоа, во овој неизвесен свет, овие пресметки може да тргнат наопаку што резултира со непријатности, губење на рејтингот или, за една фирма, можеби дури и банкрот. Способноста брзо да се повратат средствата, и со вредност која е соодветна, е позитивна привлечност во секоја можност за заем.

## 2. ЗАДОЛЖУВАЊЕ

Во исто време, кога некои луѓе имаат приход што е поголем од нивните тековни потреби за потрошувачка, ќе има и такви - фирми, домаќинства, влади - чии приходи се недоволни за нивните тековни планови за трошење. Ова обично се случува затоа што тие планираат да трошат на големи, скапи, „вистински“ средства од таков вид што траат многу години. Затоа, нивната потреба да се задолжуваат на пример оваа година, во иднина може да се компензира со години кога штедењето е над потребите. За домаќинствата, таквите набавки обично ќе бидат главно трајни производи за потрошувачи, автомобили или можеби дури и куќи. За фирмите, тоа ќе биде вистинска капитална опрема за која се надеваат дека во иднина ќе го додаде нивниот паричен тек и ќе им помогне да го сервисираат и отплатат заемот. Во одредени околности, сепак, може да се замисли дека луѓето позајмуваат за да купат финансиски средства. Забележете дека ова веројатно не е вообичаена ситуација бидејќи се вели дека заемопримачите можат да позајмуваат средства по пониска цена од повратот што можат да го добијат од финансиските средства што ги купуваат. Ова е исклучително ретко за индивидуалниот сектор. Обично е многу поскапо за поединците да позајмуваат средства отколку за фирмите или јавните институции. Личниот заем ќе чини многу повеќе отколку што треба да понуди фирмата на своите акции или обврзници. Но, можеби имало случаи, бумот на Волстрит од 1928-29 година и големиот т.н. „Bull Market“ од средината на 1980-тите, каде што луѓето и нефинансиските институции мислеле, правилно или погрешно, дека би можеле да позајмуваат за да заработат профит од финансиски средства. Оние кои сакаат да трошат (на домашна потрошувачка и реални инвестиции) повеќе од нивниот приход се вели дека имаат финансиски дефицит и понекогаш се нарекуваат дефицитни единици. Претходно видовме дека вишокот единици мора да стекнуваат финансиски средства како последица на нивниот финансиски суфицит; дефицитните единици мора или да ги користат финансиските средства (акмулирани во минатото) или да имаат финансиски обврски (долгови). Вторите се заемопримачи. Двете групи се ангажирани во „нето стекнување финансиски средства“. Виталната разлика е во тоа што за првите нето стекнувањето е позитивно додека за вторите е негативно.

Интересите на заемопримачите се главно двојни. Прво, тие ќе сакаат да ги минимизираат трошоците. Трошокот на заемопримачот е приносот на заемодавачот и може да има која било од бројот на форми што ги опишавме погоре. Забележете дека покрај тоа што сакаат да позајмуваат со минимални трошоци, заемопримачите може да имаат и дефинитивни преференции за другите услови под кои позајмуваат. На пример, една нова фирма вклучена во брза експанзија може да претпочита да позајмува со издавање акции. Во раните фази, заработката може да биде мала, висок процент ќе биде вратен назад во бизнисот, а исплатите на дивиденди потоа ќе бидат мали. Но, акционерите можеби ќе бидат подготвени да поседуваат акции под овие услови бидејќи со нетрпение очекуваат капитални добивки додека фирмата се шири. Алтернативите, на пример издавањето на обврзници, значи дека фирмата се обврзува на одлив на средства уште од самиот почеток. Овој одлив на пари може да биде критичен во раните фази на проширување. Второ, и за разлика од заемодавачите, заемопримачите ќе сакаат да го максимизираат периодот за кој позајмуваат. Ова има две придобивки. Го намалува ризикот дека заемодавачот ќе мора да биде отплатен во време што е несоодветно за заемопримачот, а исто така, ја намалува изложеноста на заемопримачот на ризик дека заемот може да биде повлечен евентуално во време кога каматните стапки се зголемени.

### 3. СТЕКНУВАЊЕ НА ФИНАНСИСКИ СРЕДСТВА

Ако резимираме, заемодавачите се подгрупа на оние со финансиски суфицит. Суфицитни единици се оние чиј приход ја надминува потрошувачката и секое трошење на реални капитални средства. Нивниот финансиски суфицит гарантира дека нивното нето стекнување на финансиски средства е позитивно. Позајмувањето е резултат на стекнување финансиски средства кои создаваат заеми за должници.

Заемопримачите се подгрупа на оние со финансиски дефицит. Дефицитните единици имаат приход што е недоволен да ги исполни нивните планирани трошења за домашна потрошувачка и реални капитални средства. Нивниот финансиски дефицит ги става во позиција во која нивното нето стекнување на финансиски средства е негативно. Ова „негативно стекнување“ може да вклучува отуѓување на постоечки финансиски средства или може да вклучи стекнување на обврски. Оние кои го следат вториот курс се задолжуваат.

На сите ни е познато правилото дека секое средство мора да биде нечија обврска. Оттука, произлегува дека збирно, финансиските суфицити и дефицити мора да се анулираат. Ова наједноставно може да се види ако замислиме затворена економија. Затворената економија е конвенционално поделена на три сектори: домаќинства, фирми и владин сектор. Како општо правило, се претпоставува дека домаќинствата имаат финансиски суфицит. Како што забележавме, домаќинствата трошат многу малку на реални инвестиции. Спротивно на тоа, се претпоставува дека деловниот сектор има дефицит. Ако државниот сектор има избалансиран буџет, тогаш следува дека големината на суфицитот на домаќинствата мора да одговара на големината на дефицитот на фирмите. Ако, како што често се случува, државниот сектор има дефицит, тогаш суфицитот на домаќинствата мора да одговара на комбинираниот дефицит на владата и фирмите. Истиот принцип мора да важи доколку го прошириме моделот за да вклучиме надворешен сектор. *Збирно, секторските дефицити и суфицити мора да се сумираат на нула.*

Во повеќето економии, можно е да се најдат вредности за сите наши релевантни термини. Бројките за приход (Y), потрошувачка (C), заштеда (S) и реални инвестиции (I) може да се најдат во *националните сметки за приход*. Вообичаената практика е тогаш разликата помеѓу S и I да се префрли на она што се нарекува *финансиски сметки*. Капиталните дотации (K) и трансферите (KT) потоа се додаваат со цел да се добие финансискиот суфицит или дефицит и главната функција на финансиските сметки е да покажат како се финансираат секторскиот суфицит или дефицит. Една од сметките, на пример, ќе ги прикаже вкупните продажби и набавки на домаќинскиот сектор од секоја класа на финансиски средства или обврски. Нето салдото на овие продажби и набавки се совпаѓа, во теорија, со големината на суфицитот. Анализата на финансиските сметки на која било земја открива две впечатливи карактеристики. Првата е дека нето трансакциите на еден сектор во финансиските средства и обврски многу ретко точно одговараат на големината на суфицитот или дефицитот. Обично има доста големи преостанати грешки во финансиските сметки. Втората е дека вкупниот обем на трансакции (наспроти нивното нето салдо) е многу поголем од оној што е потребен за финансирање на дефицит (или отстранување на суфицит). Причината е очигледна. Луѓето тргуваат со финансиски средства не само за да го финансираат овојгодишниот дефицит или да располагаат со нивниот тековен суфицит. Покрај тоа, тие постојано го преуредуваат своето финансиско богатство како одговор на она што тие го сметаат за важна промена во карактеристиките на ризикот и повратот на средствата.

Како и во сите гранки на економијата, важно е во финансиската економија да се прави разлика помеѓу залиха на финансиски средства и проток. Иако протокот е многу важен, а тоа е протокот за кој досега разговаравме, има моменти кога залихите се важни.

На пример, лице со тековен финансиски суфицит го зголемува својот или нејзиниот фонд на финансиско богатство. Лицето со тековен финансиски дефицит мора или да ја исцрпи неговата/нејзината залиха на средства или да ја додаде неговата/нејзината залиха на долг. Суфицитот (протокот) доведува до зголемување на залихите на нето финансиско богатство; од друга страна (протокот) дефицитот доведува до намалување на таа залиха.

Забележете дека овде зборуваме, како што правевме со тековите на позајмување и задолжување, за „нето“ позиции. Луѓето ќе имаат симултани должнички и доверителски позиции. Фирмата може да има многу значителен долгорочен долг како резултат на неодамнешното проширување додека истовремено држи голема сума на депозити на банкарска сметка со висока камата.

Ова изгледа чудно на прв поглед. На крајот на краиштата, финансиските посредници го остваруваат својот профит така што, меѓу другото, наплатуваат повеќе на заемопримачите отколку што плаќаат на заемодавачите. За некои луѓе, многу поединци, на пример, овој диференцијал или „распространување“ е многу големо. Сигурно, некој би помислил, должниците со финансиски средства би биле подобри доколку ги отуѓат средствата и ги користат средствата за намалување на задолженоста. Сепак, ова ги занемарува предностите што доаѓаат од пристапот до „готови пари“. Ги игнорира предностите на ликвидноста. Кога разговаравме за желбите на заемодавачите, ликвидноста беше наведена како една од карактеристиките што заемодавачите ја претпочитаат во заемот. Но, предностите на ликвидноста важат за сите, не само за заемодавачите. Нето должникот кој користи штеден депозит за да отплати дел од долгот ги жртвува придобивките и удобноста што ги дава ликвидноста - способноста да се задоволат непредвидените барања за плаќање или можноста да се направи купување по понепредвидена поволна цена. Кога станува збор за пресметување на трошоците и придобивките, треба да кажеме дека нашиот должник сигурно би извлекол некаква корист со користење на целиот депозит за отплата на дел од заемот. (Придобивката би била заштеда во каматните плаќања еднаква на големината на депозитот помножена со разликата помеѓу каматните стапки на позајмување и заемот.) Но, оваа придобивка би била придружена со одреден трошок - губење на ликвидноста. Прашањето за рационалниот должник е дали тој или таа ги вреднува услугите за ликвидност што произлегуваат од неговиот или нејзиниот штеден влог на повеќе или помалку од заштедите во каматните плаќања што во моментов се неизбежни со задржувањето на штедниот влог.

#### 4. ЗАКЛУЧОК

Од овој труд може да се извлечат две важни точки. Првата е дека финансиските одлуки вообичаено зависат од „распространувањето“ или разликите помеѓу каматните стапки. Меѓутоа, во економијата сме навикнати на идејата дека луѓето одлучуваат врз основа на релативни цени, така што тука нема ништо ново. Втората е дека трошоците и придобивките од финансиските средства и обврски не се целосно опфатени со нивните парични карактеристики. Луѓето имаат депозити со нулта камата бидејќи придобивките од ликвидноста ја надминуваат вредноста на каматата што може да се има од орочен депозит.

Јасно е дека при донесувањето одлуки за стекнување финансиски средства и обврски, луѓето се соочуваат со многу сложен избор. Изборот не е само за тоа дали да се биде заемопримач или заемодавач, туку и за износот на заемите што треба да ги преземат. Тоа, исто така, вклучува избор за најдобрата мешавина на видови средства и одговорност за нивните специфични околности. Кога ги донесуваат овие одлуки, се вели дека луѓето го користат својот избор на портфолио. Како што видовме, извршувањето на изборот на портфолио вклучува уредување на портфолиото, мешавината на средства и обврски, на таков начин што, за даден трошок, беневитот што произлегува од секое средство или обврска е еднаков на маржата. Кога е тоа случај, нема поттик за понатамошни преуредувања и се вели дека инвеститорите се во рамнотежа со своето портфолио.

#### РЕФЕРЕНЦИ

- Acharya, V., & Plantin, G. (2018). “Monetary easing, investment and financial instability”, CEPR Discussion Paper, no DP13072, July, <https://ssrn.com/abstract=3222583>
- Alla, Z., Espinoza, R., & Ghosh, A. (2016). “Unconventional policy instruments in a New Keynesian Model” IMF Working Paper no. WP/16/58
- Altavilla, C., Bouchina, M., Peydró, J., & Smets, F. (2019). “Banking supervision, monetary policy and risk taking: Big-data evidence from 15 credit registers”, ECB Working Paper Series, forthcoming.

- 
- Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P., & Violante, G. (2018). “Monetary policy and household inequality”, ECB Working Paper Series
- Amzallag, A., Calza, A., Georgarakos, D., Soucasaux, M., & Sousa, J. M. (2018). “Monetary policy transmission to mortgages in a negative interest rate environment”, mimeo, <https://ssrn.com/abstract=3117912> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3117912>.
- Basten, C., & Mariathasan, M. (2018). “How banks respond to negative interest rates: Evidence from the Swiss Exemption Threshold“, CESifo Working Paper Series, no 6901, CESifo Group Munich.
- Camous, A., & Cooper, R. (2018). “Monetary policy and debt fragility”, NBER Working Paper no.20650
- Cavallino, P., & Sandri, D. (2019). “The expansionary lower bound: contractionary monetary easing and the trilemma”, BIS Working Papers, no 770.
- De Santis, R., Geis, A., Juskaite, A., Vaz Cruz, L. (2018). “The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations”, ECB Economic Bulletin
- Kiley, M., & Roberts, J. (2017). “Monetary policy in a low interest rate world,” Brookings Papers on Economic Activity
- Markets Committee (2019). “Large central bank balance sheets and market functioning”, Markets Committee Papers
- Weale, M., & Wieladek, T. (2016). “What are the macroeconomic effects of asset purchases?”, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol 79, pp 81–93.