

**УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ СКОПЈЕ**

**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ СКОПЈЕ**

**кандидат:**

**м-р Данче Николовска Вратеовска**

***ВЛИЈАНИЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВРЗ МАКРОЕКОНОМСКАТА И  
ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ***

***THE IMPACT OF FINANCIAL INSTITUTIONS ON MACROECONOMIC AND FINANCIAL  
STABILITY***

**докторска дисертација**

**ментор:**

**проф. д-р Владимир Филиповски**

**2014**

*... на моето семејство,  
со сета моја љубов, почит  
и благодарност...*

## АПСТРАКТ

Финансискиот систем како подсистем на глобалниот економски систем и воопшто на општествениот систем, има есенцијална улога во ефикасното функционирање на глобалната економија. Во рамките на секој финансиски систем, финансиските институции претставуваат интегрален дел преку кој националната економија, на директен и / или индиректен начин ги остварува своите цели и задачи.

Финансиските институции се профитни финансиски организации, кои развиваат методи, процедури и финансиски инструменти што им овозможуваат колективирање на ликвидни финансиски средства од суфицитарните економски единици (штедачите) и истите да ги канализираат до дефицитарните економски единици (бизнис секторот, населението итн.), при што стануваат финансиски посредници и главни обезбедувачи на ефикасен систем за штедење и инвестирање во економијата. Бидејќи основата на мотивот за нивното функционирање е профитот, тие средствата ги пласираат или доделуваат на најуспешните и најмалку ризични проекти, при што, всушност учествуваат во ефикасната алокација на економските ресурси, како основна парадигма на економската наука.

Независно од тоа дали во една економија доминираат банкарските или небанкарските финансиски институции, стабилноста и развојот на финансискиот систем, а со тоа и стабилноста и развиеноста на финансиските институции, како негови основни инфраструктурни механизми, се од есенцијално значење за растот и развојот на економијата во таа држава. Стабилноста пак и растот и развојот на финансискиот систем е длабоко условена од низа фактори: квалитетот, опфатноста, нивото и ефикасноста на регулацијата, понудата и степенот на диференцираност на финансиските услуги и производи, типовите и однесувањето на инвеститорите, транспарентноста и точноста на информациите, перформансите и преференциите на бизнис секторот, знаењата и културата на тргувањето на пазарот на капитал, континуитетот на пазарот, традиционалните вредности и културолошките, социјални димензии и аспекти на населението и сл. Финансиската стабилност, преку финансискиот систем и финансиските институции, се рефлектира и на макроекономската стабилност

во целина, преку поддршката на квалитетните инвестициски одлуки, ефикасната алокација на капиталот, поголемата ангажираност на економските ресурси, помалата невработеност и повисокиот економски раст.

**Предмет на истражување** на овој труд ќе бидат: важноста од правилно функционирање на финансискиот систем и видовите на финансиски институции (како инфраструктурни елементи на финансискиот систем), детерминирање на нивните функции, цели и ефекти, а преку тоа и нивното влијание врз обезбедувањето и одржувањето на макроекономската и финансиската стабилност, суштината и политиките на макроекономската стабилност и нејзината интеракциската условеност со финансиската стабилност и улогата на финансиските институции во создавањето и прелевањето на економските кризи (со посебен осврт врз глобалната економска криза 2008).

На крај, акцентот на истражување ќе биде ставен на состојбата во Р.Македонија, структурата, стабилноста и перформансите на домашниот финансиски систем и неговите импликации врз макроекономската домашна слика, последиците од кризата на домашен терен, нашите силни и слаби страни, како и идните потреби и можности на земјава, во насока на обезбедување на повисок степен на развој на финансискиот систем и економски раст и развој а во услови на стабилно опкружување.

Клучни зборови: финансиски систем, финансиски институции, штедење, инвестирање, ефикасна алокација на ресурси, суфицитарни економски единици, дефицитарни економски единици, финансиски инструменти, финансиски посредници, финансиска регулација, банкарски финансиски институции, небанкарски финансиски институции, финансиската стабилност, финансиски услуги, економски раст, макроекономска стабилност, макроекономски полититки;

## **ABSTRACT**

Financial system as a subsystem of the global economic system and social system in general, has an essential role in the efficient functioning of the global economy. Within each financial system, financial institutions are an integral part through which the national economy, directly and / or indirectly realizes its goals and objectives.

Financial institutions are profit financial organizations, which develop methods, procedures and financial instruments that allow the collection of liquid financial assets from surplus economic units (savers) and channel them to the deficit economic units (businesses, population, etc.), from where they become financial intermediaries and major providers of efficient system for saving and investment in the economy. Since the foundation of the motive for their operation is profit, they place the funds or allocate the most successful and least risky projects, from which they actually participate in the efficient allocation of economic resources as the basic paradigm of the economic science.

Whether in an economy dominated by banking and non-banking financial institutions, stability and development of the financial system, and thus stability and development of financial institutions as its main infrastructural mechanisms are essential for growth and economic development in that state. The stability and growth and development of the financial system is profoundly influenced by a range of factors: the quality, scope, level and effectiveness of regulation, supply and extent of the diversity of financial products and services, types and behavior of investors, transparency and accuracy of information, performance and preferences of the business sector, knowledge and culture of trading on the capital market, the continuity of the market, traditional values and cultural, social dimensions and aspects of the population, etc. Financial stability through the financial system and financial institutions are reflected in macroeconomic stability in general, through the support of quality investment decisions, efficient allocation of capital, and greater commitment to economic resources, lower unemployment and greater economic growth.

Subject of research of this paper are: the importance of properly functioning financial system and the types of financial institutions (such as infrastructure elements of the financial system), determination of their functions, objectives and effects and thus their impact on the

provision and maintenance of macroeconomic and financial stability, the nature and policies of macroeconomic stability and its interdependent linkage to financial stability and the role of financial institutions in the creation and spillover of economic crises (with special emphasis on the global economic crisis in 2008).

Finally, the emphasis of research will be put on the situation in R. of Macedonia the structure, stability and performance of the domestic financial system and its implications on the domestic macroeconomic picture, consequences of the crisis, the strengths and weaknesses, and future needs and opportunities of the country, aimed at providing a higher degree of upgrowth of the financial system and economic growth and development in terms of a stable environment.

Keywords: financial system, financial institutions, savings, investment, efficient allocation of resources, surplus economic units, deficient economic units, financial instruments, financial intermediaries, financial regulation, banking financial institutions, non-banking financial institutions, financial stability, financial services, economic growth, macroeconomic stability, macroeconomic policies;

**СОДРЖИНА**

АПСТРАКТ .....	3
ABSTRACT .....	5
ВОВЕД .....	10
ПРВ ДЕЛ .....	15
ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ, НЕГОВАТА УЛОГА И ВЛИЈАНИЕТО ВРЗ ЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ .....	15
1.1 ЕВОЛУЦИЈА И РАЗВОЈ НА ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ.....	16
1.2 ФУНКЦИИ НА НА ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ .....	18
1.3. ВИДОВИ ФИНАНСИСКИ ПАЗАРИ И НИВНИТЕ ФУНКЦИИ .....	20
1.4 ВИДОВИ НА ФИНАНСИСКИ ИНСТРУМЕНТИ.....	24
1.5. ВИДОВИ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ И НИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ .....	29
1.6. РЕГУЛАЦИЈА НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ И ИНСТИТУЦИИ.....	32
1.7. ПРОЦЕСИТЕ НА ФИНАНСИСКА ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈА И ГЛОБАЛИЗЦИЈА.....	41
1. 8. КОНЦЕПТОТ НА ФИНАНСИСКА СТАБИЛНОСТ .....	50
ВТОР ДЕЛ.....	55
ИНТЕРАКЦИСКАТА УСЛОВЕНОСТ ПОМЕЃУ МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ .....	55
2.1. МАКРОЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ .....	56
2.2. ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ .....	60
2.3. ФИНАНСИСКИТЕ ТЕКОВИ И МЕХАНИЗМИТЕ НА ФИНАНСИРАЊЕ НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ .....	66
2.4. ШТЕДЕЊЕТО, ИНВЕСТИЦИИТЕ И МАКРОЕКОНОМСКАТА РАМНОТЕЖА .....	67
2.5. ОПШТАТА МАКРОЕКОНОМСКА РАМНОТЕЖА ПРЕТСТАВЕНА ПРЕКУ МОДЕЛОТ НА МАНДЕЛ И ФЛЕМИНГ И ЛИНИЈАТА НА ФИНАНСИСКА ИНТЕГРАЦИЈА.....	69
2.6. ЗАКОНОТ НА ОКУН И ФИЛИПСОВАТА КРИВА НА КРАТОК И НА ДОЛГ РОК.....	73
2.7. СТИЛИЗИРАНИ ФАКТИ ЗА ЕКОНОМСКИТЕ ЦИКЛУСИ И ПОТРЕБАТА ОД АНТИЦИКЛИЧНА МАКРОЕКОНОМСКА ПОЛИТИКА.....	76
2.8. ОСНОВНИТЕ ФИНАНСИСКИ И МАКРОЕКОНОМСКИ АСИМЕТРИИ ПОМЕЃУ РАЗВИЕНИТЕ ЗЕМЈИ И ТРАНЗИЦИОННИТЕ ЕКОНОМИИ .....	78
2.9. КОНЦЕПТОТ НА МАКРОФИНАНСИСКА СТАБИЛНОСТ .....	82
ТРЕТ ДЕЛ .....	90

ВЛИЈАНИЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВРЗ ЕКОНОМСКИОТ РАСТ, МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ .....	90
3.1. ВАЖНОСТА НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ КАКО ИНТЕРМЕДИЈАТОРИ ЗА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ .....	91
3.2. БАНКАРСКИ НАСПРОТИ ПАЗАРНО ОРИЕНТИРАНИ ФИНАНСИСКИ СИСТЕМИ .....	98
3.3. ЗНАЧЕЊЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ ЗА ФИНАНСИСКАТА И МАКРОЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ .....	105
3.4. БАНКАРСКИОТ СИСТЕМ И ЕКОНОМСКИОТ ЦИКЛУС .....	111
3.5. ВЛИЈАНИЕТО НА ИНВЕСТИЦИОНИТЕ ФОНДОВИ ВРЗ ЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ ..	124
3.6. ЗНАЧЕЊЕТО И ВЛИЈАНИЕТО НА ПЕНЗИСКИТЕ ФОНДОВИ.....	128
3.7. УЛОГАТА НА ОСИГУРИТЕЛНИТЕ КОМПАНИИ ВО ЕКОНОМИЈАТА.....	129
3.8. ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВО ТРАНЗИЦИОНИТЕ ЕКОНОМИИ .....	133
3.9. МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ КАКО ЦЕЛ НА МЕЃУНАРОДНИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ.....	138
ЧЕТВРТИ ДЕЛ .....	143
ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ И ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА .....	143
4.1. ВИДОВИ ФИНАНСИСКИ КРИЗИ.....	144
4.2. ПРИЧИНИ ЗА И ПОСЛЕДИЦИ ОД ФИНАНСИСКИТЕ КРИЗИ .....	146
4.3. ТЕОРИИ ЗА ФИНАНСИСКИТЕ КРИЗИ.....	153
4.4. КРАТКА РЕТРОСПЕКТИВА НА ГОЛЕМИТЕ ФИНАНСИСКИ КРИЗИ .....	156
4.5. БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ, ФИНАНСИСКАТА ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈА И МОБИЛНОСТА НА КАПИТАЛОТ .....	166
4.6. ПРЕСЕК НА ФРЕКВЕНЦИЈАТА НА БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ И НИВНАТА ВЗАЕМНА ПОВРЗАНОСТ И ПОВТОРЛИВОСТ .....	168
4.7. СТИЛИЗИРАНИ ФАКТИ ЗА БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ .....	170
4.8. УЛОГАТА НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВО ГЕНЕЗАТА И ЕВОЛУЦИЈАТА НА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА 2007-2008 .....	172
4.9. РЕГИОНАЛНИТЕ ЕФЕКТИ НА ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА .....	180
4.10. МОНЕТАРНИОТ И ФИСКАЛНИОТ АКТИВИЗАМ КАКО ОДГОВОР НА ЕКОНОМСКАТА ПОЛИТИКА .....	213
4.11. КРИЗАТА НА ЕВРОТО, ЗАКАНАТА ОД ДОЛЖНИЧКАТА КРИЗА И ТРИТЕ ТОЧКИ НА СПАСУВАЊЕ.....	218
4.12. РЕДЕФИНИРАЊЕ НА МАКРОЕКОНОМСКАТА И МАКРОПРУДЕНТНАТА ПОЛИТИКА.....	229
ПЕТТИ ДЕЛ.....	247



ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ И МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКА СТАБИЛНОСТ ВО СЛУЧАЈОТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА .....	247
5.1. СТРУКТУРА НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ ВО Р. МАКЕДОНИЈА .....	248
5.2. ПРИМЕНА НА МОНЕТАРНОТО ПРАВИЛО ВО Р. МАКЕДОНИЈА .....	254
5.3. МАКРОЕКОНОМСКАТА СОСТОЈБА ВО Р. МАКЕДОНИЈА .....	258
5.4. ПАЗАРОТ НА ПАРИ И КРАТКОРОЧНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ .....	266
5.5. УЛОГАТА НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО Р. МАКЕДОНИЈА .....	270
5.6. БАНКАРСКАТА ОРИЕНТИРАНОСТ НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ ВО ЗЕМЈАВА .....	281
5.7. ЗНАЧЕЊЕТО НА НЕБАНКАРСКИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО ЗЕМЈАТА .....	322
5.8. РЕГУЛАТИВНА РАМКА НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ ВО Р. МАКЕДОНИЈА .....	342
5.9. ОГРАНИЧУВАЧКИТЕ ФАКТОРИ И ПЕРСПЕКТИВИТЕ ЗА МОДЕРНИЗАЦИЈА И РАЗВОЈ НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ И ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА .....	345
5.10. ПОЧЕТОКОТ И РАЗВОЈОТ НА КРИЗАТА ВО МАКЕДОНСКИ УСЛОВИ .....	347
5.11. ИДНИТЕ ЗАКАНИ, ПРЕДИЗВИЦИ И ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ОДРЖУВАЊЕ НА МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ ВО Р. МАКЕДОНИЈА .....	369
ЗАКЛУЧНИ РАЗГЛЕДУВАЊА .....	375
КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА .....	397

## ВОВЕД

Централните банки, како финансиски институции но и како креатори и имплементатори на монетарната политика, (која би требало да биде истовремено во функција на одржувањето на макроекономската и ценовната стабилност, но и во насока на економски раст и развој), сè повеќе ја дефинираат финансиската стабилност како клучна мисија на монетарната политика. Постигнувањето на финансиска стабилност во економијата, како предуслов за обезбедување на макроекономска стабилност, во себе вклучува проактивна мултисистемска и мултисекторска акција не само од економските власти во земјата, туку и регулативна и супервизорска рамка, како на национално така и на меѓународно ниво, а сè со цел да се избегне системскиот ризик.

Трендот на глобализација на финансискиот пазар и либерализација на капиталните сметки на националните економии и тоа единствено во услови на ефективна пруденциона регулација и супервизија, монетарни институции со висок кредибилитет и компатибилна и одговорна фискална политика, беа основни претпоставки за зголемувањето на конкуренцијата на финансискиот пазар, како правилен алокатор на вишокот на ликвидност и своевиден генератор на економскиот раст и развој на светско ниво. Но последиците од создадените и неправилно толкуваните монетарни вишоци во економиите, како и промашувањата во регулацијата на меѓународниот финансиски пазар, го нотираа фактот, дека и покрај огромниот фонд на растечко економско знаење, светот и ден денес пишува истории за глобалните кризи. Потребата од дополнителното кинеење на превезот околу влијанието на финансиските системи и институции врз макроекономската и финансиската стабилност, уште повеќе ја наметнаа настаните поврзани со генезата и прелевањето на глобалната економска криза (2008).

Она што започна најпрво како неликвидност на една инвестициона банка во САД<sup>1</sup>, и тоа на еден релативно ограничен сегмент на американскиот финансиски пазар на кој се тргуваше со второкласни хартии од вредност, за многу краток временски период се

---

<sup>1</sup> САД е кратенка за Соединети Американски Држави

прошири на сите сегменти од финансискиот систем во САД и предизвика пропаѓање на голем број финансиски гиганти на американско тло. Поради постоењето на силно развиени трговски врски помеѓу погодените земји и процесот на финансиска либерализација, дерегулација и глобализација на финансискиот пазар, набрзо потоа, кризата се пренесе и во другите развиени земји каде што постоеше слично макроекономско опкружување, за потоа да завземе уште подраматичен замав и да се пренесе од финансискиот и во реалниот сектор во земјите од цел свет, а денес веќе да прерасне во сериозна должничка криза.

Заради сè горенаведено, сметам дека овој труд ќе биде мал но значаен инпут во огромниот океан на истражувања за важноста, значењето и влијанието на финансиските институции врз макроекономската и финансиската стабилност, како и можен потстрек и предизвик за понатамошни нови и продлабочени научни трудови од оваа област.

Материјата што ќе биде изложена ва овој докторски труд, концепциски е систематизирана низ пет дела, кои логично и последователно надоврзувајќи се, стануваат комплементарни еден на друг.

Во **првиот дел** насловен како: „Финансискиот систем, неговата улога и влијанието врз економската стабилност“, се прави краток осврт на еволуцијата и развојот на финансиските системи и финансиските институции, при што финансиските пазари се набљудуваат во еден поширок контекст, како комплексни финансиски институции, се зборува за видовите на финансиски пазари, нивните функции и ефикасност како и за финансиските деривати и иновации, финансиските посредници, регулативната рамка на финансискиот систем, новите трендови и глобализациониот бран кој ги зафати финансиските пазари, за да се објасни суштинското значење на финансискиот систем и важноста од неговото правилно функционирање за економиите, односно да се подвлече улогата на финансискиот систем во обезбедувањето на финансиска и макроекономска стабилност.

Во **вториот дел** на трудот со наслов: „Интеракциската условеност помеѓу макроекономската и финансиската стабилност“, се прави преглед на поимањето на макроекономската стабилност артикулирана низ неолибералната наспроти неокензијанската доктрина, се нотираат основните макроекономски и финансиски

асиметрии помеѓу развиените земји наспроти земјите во развој, се елаборираат суштината и политиките на макроекономската стабилност и нејзината интеракциската условеност со финансиската стабилност и се дефинира влијанието на финансиските институции при изборот и ефектите од спроведувањето на тие политики. Освен тоа, во овој дел од трудот се презентираат некои од моделите на макроекономска рамнотежа како и стилизираните факти за економските циклуси, антицикличните макроекономски политики и се прави краток пресек на новиот Европскиот план за стабилност. Всушност, изборот што економските и монетарните власти го прават при користењето на макроекономските инструменти, за спроведување на основните цели за стабилност, раст и развој во економијата, во голема мера зависи од застапеноста и нивото на развиеност на финансиските институции во земјата. Еден од основните предуслови за развиен и ефикасен финансиски систем е макроекономската стабилност и ефикасноста на макроекономските политики, како и за постигнувањето на макроекономска стабилност, од суштинско значење е финансиската стабилност.

Во **третиот дел** на трудот со наслов: „Влијанието на финансиските институции врз економскиот раст, макроекономската и финансиската стабилност“, се елаборираат важноста на финансиските институции како рационални алокатори на економските ресурси, нивното влијание при изборот на монетарно правило, значењето и влијанието на поделните финансиските пазари (повторно како комплексни финансиски институции) врз севкупната економска стабилност, влијанието на депозитните и недепозитните институции, влијанието на банкарските и небанкарските институции преку анализата на нивните основни задачи, функции и цели на опстојување, но и преку емпириски идентитети, процикличноста и влијанието на меѓународните финансиски институции врз макроекономската и макрофинансиската стабилност итн. Во овој сегмент од трудот се врши и анализа на застапеноста, перформансите и перспективите за понатамошен развој на финансиските институции во транзиционите економии.

Иако нивото на развиеност на финансиските системи, а со тоа и диверзифицираноста на финансиските институции се во правопрпорционална зависност со нивото на развој на економијата во целост, сепак статистиката говори дека банките се сè уште доминантни и „најважни“ финансиски институции ширум светот.

Во **четвртиот дел** насловен како: „Финансиските институции и глобалната економска криза (2008)“, се поместени дефиниции и теории за видовите на финансиски кризи, се прави краток осврт на поголемите финансиски кризи како и на причините и последиците од нив со цел да се укаже на стилизираните факти, фреквенцијата и заемната поврзаност и повторливост на причините за кризите и на самите кризи.

Сфера на интерес во овој дел е влијанието на финансиските институции во генезата и развојот на кризата (2008) во САД и во нејзиното прелевање на глобално ниво. Се врши компаративна анализа на состојбите во земјите на ЕУ10 и земјите на Евро-зоната, земјите во Централна Азија, земјите во развој и транзиционите економии и се презентираат одговорите на макроекономските политики на владите т.е. монетарниот и фискалниот активизам во земјите (како одговор на намалените ликвидност и потрошувачка), намалениот извоз и дефицитот на тековните сметки, намаленото производство (односно падот на БДП<sup>2</sup>), се нотираат тековните политики на буџетска консолидација и штедење, се елаборира кризата на еврото како и клучните три сфери на делување на земјите за излез од рецесијата. Она што сега демнее над економиите на светско рамниште, покрај длабоката должничка криза е и инфлаторниот притисок од дефицитарноста на храна и нафта во светот.

Историските факти како и тековните збиднувања на светската сцена укажуваат дека, степенот на финансиската либерализација, нивото на развиеност на финансискиот систем и можноста за појава на економските кризи се во пропорционална зависност. Во рамки на овој тематски дел од трудот се анализираат потребите за рedefинирање на макроекономската и макропрудентната политика, без притоа (како досега) да се маргинализира влијанието на финансиските институции врз макроекономската и макрофинансиската стабилност.

**Петиот дел** „Финансискиот систем и макроекономската и финансиска стабилност во случајот на Р. Македонија“, прави пресек на структурата и развиеноста на финансискиот систем во Р.Македонија и изборот на монетарното правило во земјава, се образложува макроекономската состојба на национално ниво, се сублимира значењето и влијанието на пооделните финансиските пазари (како комплексни финансиски институции) врз

<sup>2</sup> БДП е кратенка за бруто домашен производ

свкупната економската стабилност, како и влијанијата на банкарските и небанкарските институции во економијата. Исто така се врши осврт врз регулаторната рамка на финансиските институции, се подвлекуваат перспективите за обезбедување на поголем и продлабочен развој на финансискиот систем во земјата и во констелација на овие услови се елаборира започнувањето и развојот на кризата како и идните закани, предизвици и перспективи за Р.Македонија како мала и отворена економија.

Како факт останува куриозитетот, дека нашата недоволната финансиска развиеност и меѓународна интегрираност, доминантноста на банкарскиот сектор како и конзервативноста на банките во земјава, одиграа значајна улога во арбитражањето на налетите од кризата.

**Во заклучните согледувања** како завршен дел на докторската дисертација, ќе бидат сублимирани и систематизирани одделните констатации и сознанија во врска со предметот на истражување на трудот.

## **ПРВ ДЕЛ**

# **ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ, НЕГОВАТА УЛОГА И ВЛИЈАНИЕТО ВРЗ ЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ**

## 1.1 ЕВОЛУЦИЈА И РАЗВОЈ НА ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ

Динамиката на развојот на финансиските системи е со различен интензитет во различните историски периоди. Почетоци на организирани пазарни трансакции се јавуваат пред повеќе од 2000 години во Римската Империја. По распаѓањето на Римската Империја скоро десетина века не егзистирал организиран финансиски пазар.

Во времето на **прединдустриската епоха** финансиските системи го вратувале делот за развивање на платежно средство како и финансирањето на надворешната трговија. Отсуството на ефективно средство за размена имплицирало и кредитирање во многу мал обем и финансирање на државата и прекуморската трговија. Подоцна со појавата на металните пари, т.е. најпрво со појавата на монетизација на благородните метали кои не биле стандардизирани, се наметнала потребата и од нивно мерење при актот на размена, за да се утврди нивната точна вредност, но никако не можела да се надмине појавата на мешање на сребрените и златните монети со поефтини метали. Исто така се појавил проблемот на неможност да се искова златна монета која што ќе биде толку мала за да се размени за добрата со пониска вредност. Како резултат на тоа е започнато со употреба најпрвин на поефтини метали, (на пр. челични парчиња обложени со бакар), а подоцна и со употреба на книжни пари, при што постепено доаѓа до истиснување на металните пари со книжни. Во Европа, во 17-от век банкнотите биле издавани од златарите, нотарите и трговците кои со текот на времето се трансформирале во банкари. Но и овде се појавил проблемот со прекумерното издавање на банкноти коишто немале реално покритие со злато и што предизвикувале финансиски кризи. За да се спречи ваквата појава во 18 век, монополот за издавање на книжни пари се префрлил кај централните банки. Многу држави во Азија, Европа и Латинска Америка доживеле силни хиперинфлациони потреси при обидите државните дефицити да ги финансираат со прекумерно печатење на пари.

Финансирањето на прекуморската трговија се наметнало како резултат на развојот на трговските панаѓури во средниот век и напредокот на бродската технологија во 15-от век, што довело до акумулирање на големи индивидуални богатства во Европа. Тогаш се јавуваат депозитното банкарство и бродското осигурување. Водечка улога во



креирањето на нови финансиски инструменти во средниот век имале италијанските градови-држави: Ѓенова, Венеција и Фиренца кои обезбедувале кредитирање на трансакциите, преземање на ризикот дека увозникот нема да ја плати увезената стока, осигурување на бродскиот транспорт, како и употреба на банкарскиот акцепт кој и ден денес е во многу широка употреба.

Процесот на **индустријализација** е детерминиран со брзиот развој на железничкиот сообраќај, со појавата на големите индустриски претпријатија, како и со новите технолошки иновации. Доаѓа до забрзан развој на финансиската структура во втората половина од 19-от век. Претходно богатите сопственици на помалите индустриски претпријатија, потребите од капитал ги задоволувале од сопствени извори, како и со краткорочни банкарски кредити кои рутински се обновувале. Создавањето на акционерски друштва со ограничена одговорност иницирало развој на ефективните берзи, кои по појавата во Велика Британија и Холандија во 16-от и 17-от век, долго време не можеле да анимираат значителен износ на средства. Во средината на 19-от век на берзите главно се тргувало со држави обврзници-домашни и странски, во помал обем со обврзници и акции од железницата, додека пак хартиите од вредност на индустриските претпријатија биле неважни. Во втората половина на 19-от век, паралелно со порастот на потребите за капитал на големите индустриски претпријатија, берзите бележат значителен тренд на пораст и стануваат значаен извор на финансирање. Банките стануваат важен извор на долгорочно финансирање при што се јавуваат универзални банки типични за континентална Европа и Јапонија и специјализирани банки (раздвојување на комерцијалното и инвестиционото банкарство), типични за САД и Велика Британија. Во развоен подем се и активностите на осигурителните компании.

Во втората половина на 19-от век се формираат пензиските фондови, инвестиционите компании, штедилниците, хипотекарните и земјоделски банки, кредитните кооперативи итн. и всушност до крајот на 19-от век се формираат речиси сите финансиски институции кои ги познаваме и денес.

Од крајот на 19-от век па наваму се создаваат услови за меѓународни пазари а како најзначајни финансиски центри се јавуваат Њујорк, Лондон, Франкфурт, Токио, Луксембург, Сингапур, Цирих, итн.

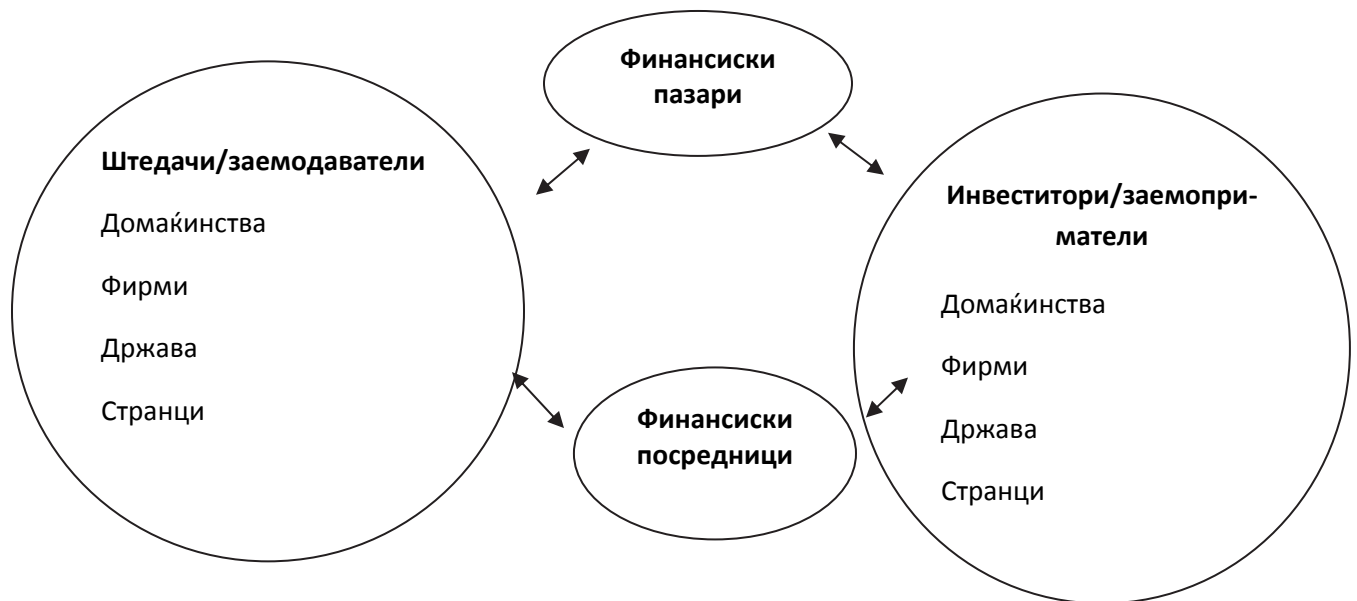
Важно е да се нотира дека развојот на финансискиот систем соодветствува со развојот на економијата во целост и финансиските системи на земјите во развој го следат еволутивниот пат на финансиските системи во развиените економии. Високо концентрираните небанкарски специјализирани финансиски институции и развиени пазари на хартии од вредност, се одлика на високоразвиените економии, но сепак, без оглед на нивото на економскиот развој, комерцијалните банки се доминантни финансиски институции насекаде во светот.

## 1.2 ФУНКЦИИ НА НА ФИНАНСИСКИТЕ СИСТЕМИ

Основна функција на финансискиот систем е обезбедувањето на оптимална алокација на финансиските средства преку **канализирање на средствата на** економските агенти кои што сакаат да штедат, т. е. кои се јавуваат како **суфицитарни економски агенти** **кон економските агенти кои се дефицитарни**, односно кои што имаат потреба да подигнат заем. Не постои автоматска рамнотежа помеѓу формирањето на паричната акумулација и реалните инвестиции затоа што е потребно адаптирање на адекватен обем на заштеда, соодветна динамика и структура на заштедата, како и поврзување на голем број на економски субјекти, со цел максимално да се намали времето потребно за пренасочување на акумулацијата од субјектите каде што таа се создава кон субјектите каде што истата ќе се користи. Финансиските пазари и финансиските институции претставуваат механизми преку кои се извршува поврзувањето на суфицитарните и дефицитарните економски субјекти. При тоа, домаќинствата, фирмите, државата и странците можат да се јават и како суфицитарни и како дефицитарни економски субјекти, при што традиционално, најчесто како суфицитарен сектор се јавува секторот население, а како дефицитарен секторот фирми, а неретко и државата. Финансиските трансакции кои се извршуваат при насочувањето на финансиските средства помеѓу економските агенти можат да означуваат **директно финансирање**, (кога заемодавателот и заемопримачот вршат непосредна размена на

средствата со финансиското побарување), **полудиректно** (кога размената се врши преку брокери и/или дилери) и **индиректно финансирање** (кога размената се врши преку финансиски институции во улога на интермеџјатори).

**ГРАФИКОН БР. 1: ФИНАНСИСКА СТРУКТУРА**



**Штедната функција** на финансискиот систем е овозможена преку трансформирање на штедењето во инвестиции со што се обезбедува поголем потенцијал за производство на добра и услуги и во крајна инстанца, повисок степен на квалитет на живот. Кога функцијата штедење опаѓа, опаѓаат и инвестициите, производството и животниот стандард.

**Функцијата чувар на богатството** е обезбедена преку можноста за инвестирање во акции, обврзници и други финансиски инструменти кои вообичаено генерираат доход и не се амортизираат, за разлика од вложувањата во недвижности, уметнички дела, автомобили и други материјални богатства.

**Функција на ликвидноста** се карактеризира со можноста, вложените средства во финансискиот инструмент да можат брзо и лесно да бидат заменети за пари, без притоа да има сериозни отстапки во цената а истовремено да се избегне држењето на

пари во готовина како најликвидно средство кое не само што не носи принос, туку уште повеќе може да биде подложено на инфлационо обезвреднување.

**Кредитната функција** е овозможена преку понудата на кредити за финансирање на потрошувачката и инвестициите. Кредитите како инструмент претставуваат позајмени средства во замена за ветување за идна исплата. Во улога на позајмувачи се јавуваат домаќинствата, фирмите и државата.

**Платежната функција** се карактеризира со понуда на механизми за извршување на плаќањата преку на пр. тековни сметки, кредитни картички, постерминали итн.

**Функцијата на заштита од ризик** е обезбедена преку достапноста за купување на диференцирани видови на полиси за животно осигурување, осигурување од незгоди, криминал и лошо здравје кои постојано се нудат од страна на осигурителните компании.

**Функцијата економска политика** ја спроведуваат централните банки, користејќи ги финансиските системи како главен канал за спроведување на политката, при што, преку интервенции во каматните стапки, влијаат на расположливите пари во оптек, стабилноста на цените, нивото на потрошувачка, обемот на производството и вработеноста.

### 1.3. ВИДОВИ ФИНАНСИСКИ ПАЗАРИ И НИВНИТЕ ФУНКЦИИ

Во рамки на економскиот систем постојат три видови на основни пазари: пазар на фактори на производство (ги алоцираат земјата, трудот, капиталот, наемнините, рентите), пазар на стоки (на кој се троши во најголем дел доходот стекнат на пазарот на фактори на производството) и финансиски пазари (кои го овозможуваат директниот трансфер од оние кои имаат расположливи вишоци до оние на кои им недостасуваат средства). Финансиските пазари претставуваат најкомплексни финансиски институции затоа што во нивни рамки оперативно делуваат банкарските и небанкарските финансиски посредници, дејствуваат мрежи од институции, брокери, дилери итн. Тие

претаставуваат конгломерати на голем број специјализирани пазари и комплекс на институции и инструменти, со чие содејство се врши перманентна мутација на финансискиот имот.

**Финансискиот пазар** е организирано место и простор каде што се нудат и се бираат слободни финансиски средства и врз основа на соодносот на понудата и побарувачката се формира висината на цената на тие средства.

Постојат економски агенти кои имаат различни временски потреби за потрошувачка-едни кои трошењето на средствата со кои располагаат денес, сакаат да го одложат за во иднината (и ги орочуваат своите средства во некоја банка) и други на кои им е потребно да трошат над износот на финансиските средства со кои располагаат (па земаат кредит од истата или друга банка). При тоа финансиските пазари извршуваат една од најважните функции својствена и уникатна само за нив: *поврзувањето на сегашноста со иднината*.<sup>3</sup>

Финансискиот пазар е специфичен по тоа што на него се тргува со специфична стока (пари, капитал, хартии од вредност, девизи), на специфичен начин и под специфични услови.<sup>4</sup> Работите на финансискиот пазар се заклучуваат според одредена процедура, работењето е контролирано од специјализирани институции и органи, можат да учествуваат на пазарот само членки кои имаат свои сметки со одредени суми на пари, посредничките работи можат да ги вршат само овластени лица, а завршените работи на финансискиот пазар се пресметуваат по пат на пресметковна, клириншка институција на пазарот. На него се врши обединување на акумулацијата, диверзификација на инвестиционите ризици, рангирање на инвестиционите проекти и правилна алокација на финансиите. При тоа, како **најзначајни функции на финансиските пазари** ќе ги издвоиме:

- **Функција на поврзување на сегашноста со иднината** т. е. движење на куповната сила низ времето;
- **Алокативната функција** на пазарно алоцирање на слободните финансиски средства;
- **Функција на одржување на одреден степен на ликвидност** на микро и макро ниво во економијата;

<sup>3</sup> Петковски Михаил (2009)-*Финансиски пазари и институции*, второ и дополнето издание, Економски факултет УКИМ, 2009, Скопје

<sup>4</sup> Јовановски Тихомир (1993) -*Финансиски пазари*, Економски центар-Скопје, 1993

- **Обезбедување на средства за зголемување на производствениот потенцијал** во бизнис секторот;
- Функција на одржување на одреден **степен на стабилност** на куповната и интервалутарната вредност **на домашната валута**;
- Функција на **обезбедување на економско рацио** при насочувањето на финансиските средства;

Кај различни автори постојат различни концепции и критериуми на поделба на **видовите на финансиските пазари**.

Според критериумот *рочност* на финансиските средства и хартиите од вредност кои се предмет на тргување, финансиските пазари можат да бидат: **краткорочни, среднорочни и долгорочни**.

Спорд критериумот *квалитативни карактеристики на инструментите* на финансискиот пазар, истиот може да биде т. е. е конституиран од: **пазар на пари и краткорочни хартии од вредност, пазар на капитал и долгорочни хартии од вредност, специјализирани берзи за хартии од вредност, девизен пазар** и кај некои автори се среќава и **пазар на краткорочни и долгорочни хартии од вредност**.

Се среќава и поделбата според *предметот на тргување* на: **пазар на пари, пазар на девизи, пазар на кредити, пазар на акции, пазар на обврзници** и сл., според *просторната организираност* на **национални и меѓународни** финансиски пазари. При тоа националниот пазар е оној чие што функционирање е регулирано со домашната легислатива и хартиите од вредност се во домашна валута. Овој пазар може да биде **домашен**, (кога хартиите од вредност се издаваат од резиденти) и **странски** (кога хартиите од вредност се издаваат од нерезиденти). Меѓународниот пазар е типичен по тоа што хартиите од вредност кои се предмет на тргување се надвор од било која националната јурисдикција и истовремено се нудат на повеќе инвестироти од различни земји. При тоа девизниот пазар на кој се детерминира девизниот курс е врската помеѓу националниот и меѓународниот пазар. Според *времето*, финансиските пазари ги класифицираме на **промптни** (се тргува со финансиски инструменти за испорака веднаш-за еден или два дена) и **дериватни (термински, фјучерс и опциони пазари)** на кои се тргува со договори за испорака на финансискиот инструмент во иднина.

Според природата на финансиските побарувања финансиските пазари може да бидат: **должнички пазари** (се тргува со банкарски заеми и обврзници) и **пазари на акции** (на кои се тргува со акции).

На **пазарот на пари** се тргува со краткорочни должнички инструменти со рок на доспевање најмногу до една година. Основна функција на овој пазар е да обезбеди обртен капитал за претпријатието или да ја снабдува државата со краткорочни финансиски средства, кога тоа е потребно.

**Пазарот на капитал** е институција на која се тргува со долгорочни должнички инструменти со рок на доспевање над една година и со акции. Основна функција на овој пазар е да ги финансира долгорочните инвестиции на фирмите, државите и домаќинствата.

Според тоа дали на пазарот се тргува со нови-првпат емитувани или со веќе емитувани и пуштени во оптек хартии од вредност, зборуваме за **примарен и секундарен финансиски пазар**.

*Секундарните финансиски пазари* можат да се поделат на **берзи**, (каде се сочелуваат купувачите и продавачите или нивните агенти) и на **шалтерски пазари** (преку контактирање на некој шалтерски дилер).

### 1.3.1. ЕФИКАСНОСТ НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ

Правилното функционирање на финансиските пазари се манифестира со три аспекта на нивната ефикасност:

- **Алокативната ефикасност** всушност зависи од ценовната и оперативната ефикасност и претпоставува дека инвестиционите средства се алоцирани на најдобриот можен начин, т. е. дека фирмите инвестираат во проекти кои нудат највисоки стапки на принос, а домаќинствата инвестираат во финансиски инструменти кои даваат највисоки приноси при определено ниво на ризик.

- **Информационата или ценовната ефикасност** подразбира пазар каде што цените постојано ги одразуваат сите расположливи информации важни за вреднување на финансиските инструменти. Доколку пазарот не е информационо ефикасен, тогаш, економските субјекти ќе применат *активна стратегија* во обидот да остварат добивка за оние инструменти за кои тие сметаат дека се погрешно вреднувани, додека пак *пасивната стратегија* ја означува потребата во услови на ценовна ефикасност да се држат што е можно повеќе финансиски инструменти.
- **Оперативната ефикасност** на пазарот обезбедува најниски трансакциони трошоци на финансиските трансакции. Високите трансакциони трошоци ќе предизвикаат помал број на трансакции и помалку инвестициони проекти т.е. изгубени инвестициони можности, помал економски раст и помалку работни места. Зголемената конкуренција и намалувањето на пазарните бариери за влез за станување брокер и дилер или друг вид агент на финансиските пазари, води до снижување на цените на трансакциите.

## 1.4 ВИДОВИ НА ФИНАНСИСКИ ИНСТРУМЕНТИ

За разлика од реалните добра, финансиските инструменти не им нудат физички услуги на нивните сопственици. Наспроти реалните добра, финансиските инструменти се држат како чувари на вредноста на куповната сила и заради очекуваниот принос што тие би требало да го дадат. Држењето на овие инструменти, со исклучок на акциите, не значи ниту директна ниту индиректна сопственост врз реалниот имот.

**Финансиските инструменти** претставуваат побарување на нивните сопственици спрема доходот и имотот на поединецот, фирмата или институцијата кои ги продале, односно емитирале тие инструменти. Од друга страна тие претставуваат обврска за тие што ги емитирале или продале и нивно ветување дека ќе им ги извршат договорените исплати на купувачите (Петковски, 2009 а).



И покрај сè подинамичниот и побрз развој на финансиските системи, а со тоа и на финансиските инструменти, истите генерално се делат на три вида финансиски инструменти: а) пари, б) акции и в) должнички инструменти.

**Парите** овозможуваат управување со ресурсите и се специфични по тоа што можат да бидат употребувани за трансакции. Тие иако со текот на времето еволуирале низ најразлични форми: ножиња, крпи, школки, злато т.е. во форма на *стокови пари*, потоа во *книжни пари*, понатаму во *жирални пари* т.е. пари на чекови, тековни и жиро-сметки, за денес да зборуваме за *електронски пари* во форма на дебитни картички и електронски пари за купувања преку интернет.

Парите извршуваат три основни функции: на *средство за размена* при купувањето на стоки и/или услуги, како *пресметковно средство* за изразување на цената на дадена стока или услуга изразена како множество и делови на монетарната единица и како *чувар на вредноста* – функција заедничка за сите финансиски инструменти.

Појавата кога некоја странска валута ја заменува домашната валута при вршењето на дел од нејзините функции е позната како *валутна супституција* т.е. *евроизација* или *доларизација*, појава типична и за нашава земја. И покрај тврдењето на некои автори дека појавата на многубројни финансиски иновации и подемот на електронското банкарство и електронските пари претставуваат крај за готовите книжни пари, нивното евентуално исчезнување сигурно не е прашање на блиска иднина (Петковски, 2009 а).

**Акциите** се финансиски инструмент кој обезбедува потврда за сопственост во фирмата што ги издава, во смисла на резидуално побарување откако сите обврски се платени. Акциите можат да бидат: *обични* кои им даваат право на глас на сопствениците во креирањето и одлучувањето на стратегијата и политиката на фирмата и *приоритетни* кои не носат гласачко право но обезбедуваат предност во исплатата на дел од профитот пред обичните акционери.

**Должничките инструменти** ги делиме на **обврзници и заеми**. Тие на своите сопственици им обезбедуваат облигаторно и приоритетно побарување спрема имотот или доходот на тие што ги емитирале должничките инструменти.

Во зависност од емитентот, обврзниците можат да бидат *државни* или *коорпоративни* и кај нив должникот/емитентот се обврзува на позајмувачот да му ги врати позајмените средства плус каматата како фиксен принос за некој даден временски период.

Заемите претставуваат договор со кој должникот се обврзува дека на кредиторот ќе му го врати позајмениот износ заедно со каматата во определен временски период, според амортизациониот план или планот на отплатата. Заемите можат да бидат *комерцијални, потрошувачки и хипотекарни*.

Со процесот на **секјуритизација** кој е еден од поновите феномени на финансискиот пазар, се овозможи тргување со кредитите и на секундарниот финансиски пазар. Таа претставува земање на некој неликвиден финансиски инструмент (заем за купување на куќа), групирање на повеќе такви заеми и нивно претварање во ликвиден финансиски инструмент (хартии од вредност).

Со трендот на проширување на вонбилансните банкарски активности кои ги дефинираат банките надвор од рамките на депозитно-кредитни институции, доаѓа и до менување на поимот за банкарскиот сектор. Фактори за ваквото менување се дерегулацијата на банкарското работење остварена во осумдесетите години на минатиот век, намалувањето на интерната контрола во банките, порастот на вложувања во сомнителни пласмани, конкуренцијата од останатите финансиски небанкарски институции на финансискиот пазар во однос на банките, трендот на опаѓање на квалитетот на имотот на банките, намалувањето на банкарските профити итн.

Постојат пет фази низ кои се извршува процесот на секјуритизација:

- Во *првата фаза* комерцијалната банка одобрува заем, а друга финансиска институција емитува обврзници.
- Во *втората фаза* се врши структурирање т.е препакување на паричните текови на почетните заеми во парични текови на новоформираните обврзници.
- *Третата фаза* е специфична по тоа што овде се подобрува квалитетот на кредитите преку вклучување на неколку финансиски институции кои претставуваат гаранти во врска со исплатата на обврските кон инвеститорите.
- Во *четвртата фаза* се врши примарна продажба на обврзниците со колатерал во форма на банкарски заеми. Подоцна постои можност и за секундарно тргување на овие обврзници.

- Во *петата фаза* се врши сервисирање т.е изедначување на паричните текови на новоформираните обврзници со паричните текови на банкарските заеми, од страна на банките кои пласирале заем или од конзорциум на банки.

Секјуритизацијата на кредити, освен предностите што ги манифестира, наметнува и свои слаби страни, кои ги препознаваме во намалувањето на клучната улога на банките како банкарски посредници и намалувањето на врската помеѓу банките и централната банка, што посредно влијае и на креирањето и имплементирањето на монетрната политика.

Поради сè поголемата нестабилност на девизните курсеви и каматните стапки, непредвидливоста на стапката на инфлација од почетокот на седумдесетите години од минатиот век па сè до ден денес, финансиските агенти започнаа со интензивна примена на финансиските деривати, со цел да го намалат ризикот во нивните операции. Но се порapidниот развој на овие изведени инструменти, ја отежнува способноста на рејтинг агенциите за нивна објективна и навремена проценка.

**Финансиските деривати** претставуваат финансиски инструменти што се базираат на други, постоечки, финансиски инструменти (акции, обврзници, каматни стапки и сл.) односно ја изведуваат нивната вредност од вредноста на некој друг инструмент.

**Терминскиот договор** претставува договор помеѓу две страни, во кој, едната страна-купувачот, се согласува да купи од другата страна-продавачот одредено средство, на некој иден датум, по цена дефинирана при склучувањето на договорот, кој се склучува согласно потребите на двете страни т.е. не е стандардизиран.

Во зависност од инструментите од кои се изведува вредноста на терминските договори, тие можат да бидат *термински договори со акции, (индивидуални акции, портфолија со акции, индекси), со камати и обврзници и валутни термински договори.* Како слаби страни на овој инструмент ќе ги нотираме ризикот од неисполнување на договорот т.е. проблемот со погрешна селекција и морален ризик и неговата недоволна ликвидност во смисла на пронаоѓање партнер за вклучување во терминскиот договор.

**Фјучерс договорот** е стандардизиран договор, склучен помеѓу две страни, во кој едната страна-купувачот, се согласува да купи од другата страна-продавачот, одредено средство на некој иден датум по цена дефинирана при склучувањето на договорот.

Станува збор за договори кои за разлика од терминските договори, се стандардизирани во поглед на количините, квалитетот на испорачаните инструменти, периодите за испорака и се склучуваат помеѓу засегнатите страни и фјучерс берзата. Постојат *фјучерси на каматни стапки*, *фјучерси на еврадолари*, *фјучерси на акции* и *фјучерси на индекси*.

**Опцијата** е дериватен финансиски инструмент кој на купувачот му дава можност да купи или продаде одредено средство по дефинирана цена, во рамки на утврден временски период.

*Куповната опција* му дава право на купувачот да купи финансиски инструмент по цената на извршување, додека пак *продажната опција* му дава можност на купувачот да продаде финансиски инструмент по цената на извршување.

Опциите се разликуваат од фјучерсите на три клучни начини. Кај *американската опција*, правото да се купи или продаде основниот финансиски инструмент постои во текот на времето, а не само во точно определно време, додека пак, *европската опција* може да биде извршена само при нејзиното истекување. Втората разлика се состои во тоа што кај опцијата, купувачот му плаќа на продавачот премија која продавачот ја задржува без оглед на тоа дали опцијата ќе биде извршена. Третата разлика е тоа што опцијата не мора да биде извршена ако не е во полза на купувачот да го направи тоа (Петковски, 2009 а).

Постојат повеќе видови на опции во зависност од тоа од кој финансиски инструмент се изведува вредноста на дериватниот инструмент и тоа: *опции на акции*, *опции на индекси*, *опции на обврзници*, *опции на каматни стапки*, *валутни опции*, *опции на фјучерси*, *стоковни опции* и др.

**Своп договорот** е договор помеѓу две страни за размена на серија од идни готовински парични текови. Во себе вклучува датум на извршување, нетирање и датум на престанок. Разликата помеѓу своповите и терминските договори е тоа што вторите се склучуваат само за нето трансфер на средства. Во зависност од тоа каков вид на ризик

неутрализираат, своповите ги делиме на *валутни свопови, каматни свопови и свопови на акции*.

## 1.5. ВИДОВИ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ И НИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ

Канализирањето на финансиските средства од суфицитарните кон дефицитарните економски единици може да се извршува на директен, полудиректен и индиректен начин. Кога зборуваме за финансиски посредници јасно е дека станува збор за индиректен начин на финансирање.

Финансиските посредници можат да се поделат на три групи:

**Депозитни финансиски посредници** кои како главен извор на средства ги користат депозитите од населението, фирмите, државата итн. Во оваа група спаѓаат комерцијалните банки, штедилниците, кредитните унии итн.

Во групата **договорни посредници** спаѓаат јавните и приватните пензиски фондови, осигурителните компании за заштита на животот и сопственоста, односно оние институции кои склучуваат договори со своите клиенти за заштита на сопственоста, имотот, здравјето, животот, обезбедување на иднината итн.

**Инвестиционите посредници** на економските агенти им нудат хартии од вредност. Приливите и одливите на средства на овие институции, како и кај договорните посредници може да бидат полесно предвидливи, што овозможува алокација на средствата во подолгорочни инвестиции со повисоки приноси. Во оваа група спаѓаат финансиските компании, инвестиционите фондови и фондовите на пазарот на пари.

Постои и група на **други финансиски институции** во која спаѓаат инвестиционите банки, брокерите, дилерите, хипотекарните банки итн. Овие институции не креираат свои финансиски инструменти туку само ги пренесуваат инструментите до инвеститорите.

**ТАБЕЛА 1: ПРИМАРНИ СРЕДСТВА И ОБВРСКИ НА ФИНАНСИСКИТЕ ПОСРЕДНИЦИ**

<u>ВИД НА ПОСРЕДНИК</u>	<u>ПРИМАРНИ ОБВРСКИ-ИЗВОРИ НА СРЕДСТВА</u>	<u>ПРИМАРНИ СРЕДСТВА-НИВНА УПОТРЕБА</u>
<b>ДЕПОЗИТНИ ИНСТИТУЦИИ (БАНКИ)</b>		
КОМЕРЦИЈАЛНИ БАНКИ	ДЕПОЗИТИ	КОМЕРЦИЈАЛНИ, ПОТРОШУВАЧКИ И СТАНБЕНИ ЗАЕМИ, ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ
ШТЕДИЛНИЦИ	ДЕПОЗИТИ	СТАНБЕНИ (ХИПОТЕКАРНИ) ЗАЕМИ, ПОТРОШУВАЧКИ ЗАЕМИ
ШТЕДНИ БАНКИ	ДЕПОЗИТИ	СТАНБЕНИ (ХИПОТЕКАРНИ) ЗАЕМИ
<b>ДОГОВОРНИ ШТЕДНИ ИНСТИТУЦИИ</b>		
КОМАПНИИ ЗА ЖИВОТНО ОСИГУРУВАЊЕ	ПРЕМИИ ОД ПОЛИСИ	КОРПОРАТИВНИ И ХИПОТЕКАРНИ ОБВРЗНИЦИ
КОМПАНИИ ЗА НЕЖИВОТНО ОСИГУРУВАЊЕ	ПРЕМИИ ОД ПОЛИСИ	ОПШТИНСКИ ОБВРЗНИЦИ, КОРПОРАТИВНИ ОБВРЗНИЦИ И АКЦИИ, ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ
ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ	ПРИДОНЕСИ ОД РАБОТОДАВАЧИТЕ И ВРАБОТЕНИТЕ	КОРПОРАТИВНИ ОБВРЗНИЦИ, АКЦИИ, ДРЖАВНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ
<b>ИНВЕСТИЦИОНИ ПОСРЕДНИЦИ</b>		
ФИНАНСИСКИ КОМПАНИИ	КОМЕРЦИЈАЛНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ, АКЦИИ, ОБВРЗНИЦИ	ПОТРОШУВАЧКИ КОМЕРЦИЈАЛНИ ЗАЕМИ
ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ	АКЦИИ	АКЦИИ И ОБВРЗНИЦИ
ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ НА ПАЗАРОТ НА ПАРИ	АКЦИИ	ИНСТРУМЕНТИ НА ПАЗРОТ НА ПАРИ

*Извор: Петковски Михаил (2009)-Финансиски пазари и институции, второ и дополнето издание, Економски факултет УКИМ, 2009, Скопје*

Значењето на финансиските посредници се огледа од фактот што преку економиите на обемот и користењето на соодветна експертиза тие значително *ги намалуваат трансакционите трошоци* во споредба со некој инвеститор кој одлучил директно да инвестира во хартии од вредност.

Постоењето на *асиметрични информации* т.е. разликите во квалитетот и количината на информации кај двете страни вклучени во трансакцијата и проблемите на погрешна селекција пред трансакцијата и моралниот hazard, т. е впуштањето во многу ризични операции по трансакцијата, се уште неколку предизвици, со кои успешно се справуваат финансиските посредници. проблемот на погрешна селекција финансиските посредници го надминуваат, користејќи повторливи трансакции со веќе познати клиенти,

развивање на силни врски на доверливост со клиентот, преку користење на различни методи на кредитна анализа, преку користење на економиите од обем, преку давање на приватни заеми како доминантни пласмани за сметка на тргување со хартии од вредност итн.

Всушност, анализирајќи ги финансиските посредници низ нивното функционирање, ќе ги издвоиме следниве ефекти на финансиско посредување:

*Деноминационо посредување* е групирање на малите депозити како износи на штедење со цел давање на големи износи на кредити.

*Интермедијацијата на кредитниот ризик* претпоставува можност за давање на заеми на ризични кредитобаратели, за сметка на емитирани релативно сигурни финансиски инструменти.

*Временската интермедијација* е депонирањето на краткорочни средства од штедачите и пласирање на долгорочни кредити на заемобарателите што всушност ги прави банките ранливи при процесот на нагло повлекување на депозитите од штедачите во случај на навала на банките.

*Информационата интермедијација* е способноста на прибирање на огромен број на информации за индиректно поврзување на суфицитарните со дефицитарните економски единици.

*Групирањето на ризикот* кое го извршуваат посредниците се остварува преку инвестирање во голем број на финансиски инструменти со различни карактеристики, а со цел диверзификација на ризикот.

*Економиите од обем* се од енормно значење за успешно и профитабилно работење на финансиските посредници затоа што со нивниот раст се намалуваат оперативните трошоци по единица трансакција, што имплицира намалување на цените на финансиските услуги.

Со цел, финансиските посредници да се заштитат од несовесно и ризично однесување на должниците т.е. *да го намалат моралниот ризик*, тие во рамки на склучените договори вметнуваат ограничувачки, заштитини клаузули. Најчесто употребувани ограничувачки клаузули се строгата намена на позајмените средства, ограничена можност за дополнително задолжување на фирмата додека не го исплати

кредитот, членување на претставници од финансиската институција во управните и надзорните тела на фирмата, *континуиран мониторинг на терен за следење на оперативниот процес на фирмата како и постојан увид во финансиските извештаи за работењето на фирмата*, осигурување со обезбедување на финансискиот посредник, односно второстепен извор за наплата доколку кредитобарателот не би бил во можност да ги отплаќа ратите од кредитот. Квалитетниот залог не би требало да претставува позитивна оценка за одобрување на кредитот доколку претходните чекори од кредитната анализата сублимираат негативни показатели. Како обезбедување можат да се користат движни предмети и недвижен имот, а заеднички карактеристики на колатералот се лесното вреднување, стабилна вредност и утврдени сопственички односи. Соодносот на одобрените средства од банката и проценетата вредност (утврдена од вешти лица) на колатералот зависат од степенот на ризик, кредитната изложеност и кредитниот рејтинг на кредитобарателот.

Потребно е проценетата вредност на имотот да се приложи до заемодавателот во писмена форма и оваа вредност на залогот да се ревидира еднаш годишно. Најчесто банките бараат колатералот да не е веќе заложен т. е. заложеното право на банката да биде од прв ред, како и залогот да е осигуран во осигурителни компании прифатени од финансискиот посредник.

## **1.6. РЕГУЛАЦИЈА НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ И ИНСТИТУЦИИ**

Специфичноста на финансиските пазари се огледа во тоа што на нив се тргува со инструменти кои во себе вклучуваат некоја идна обврска или ветување за идно плаќање, што може да остави простор за измами, паники и избегнување на обврските. Освен тоа, историската анализа на големите светски кризи укажува на фактот, дека на секоја длабока рецесија и претходи финансиска криза. Негативните екстерналии кои би се ефектуирале во случај на банкрот на одредена финансиска институција, би имале последици не само за нејзините комитенти, туку и за останатите финансиски институции кои функционираат на тоа тло. Случаите на т.н. навали на банките се еклатантен



пример за тоа. Освен тоа, монополската положба над парите и кредитите може да иницира однесувања кои немаат економска оправданост, да повлече и преголема и социјална и политичка моќ, а со тоа да предизвика неефикасност во финансискиот систем. Поради овие аргументи, државите сметаат дека е неопходна цврста регулација на финансиските пазари и институции.

### 1.6.1. ПРИЧИНИ ЗА И ФОРМИ И МОДЕЛИ НА РЕГУЛАЦИЈА

Финансиската регулација е развивана во насока на обезбедување на безбедност и ефикасност во тргувањето, концентрација на финансиските средства и фер односи помеѓу агентите, ориентираност кон потрошувачите и ефикасна монетарна политика. Во зависност од тоа во функција на каква цел се изградени, разликуваме неколку *форми на регулација*:

**Информационата регулација** има за цел да ја намали информационата асиметрија, барајќи од емитентите на финансиските инструменти финансиски извештаи за работењето на нивните фирми.

**Регулација на финансиските активности** е потребна за да се обезбедат фер и конкурентни односи т.е. пазарна конкуренција и истата дефинира правила за лицата кои тргуваат со финансиските инструменти и за начинот на нивно тргување, како и правила во поглед на структурата и функционирањето на берзите.

**Регулацијата на финансиските институции** обезбедува правила во делот на основање на финансиски посредник, (износ на финансиски средства, беспрекорно минато), ограничување на активностите на финансиските посредници, (во вид на имот кој можат да го држат, во делот на тргување со акции), во поглед на осигурувањето, заштитата на вложувачите во случај на банкрот на финансискиот посредник и сл.

**Монетарната регулација** е интенција на централната банка да влијае врз понудата на пари, при што преку нејзините расположливи инструменти, (на пр. задолжителната резерва) влијае врз можноста за креирање на пари од страна на комерцијалните банки.

**Регулацијата на странски учесници** се однесува на оние регулативи кои ги вградуваат активностите што странските фирми можат да ги вршат на домашниот пазар, нивните сопственички односи и контролата врз домашните финансиски институции.

Регулативната рамка на финансиските пазари и институции се разликува од земја во земја и не е еднаш засекогаш дадена, туку напротив, во корелација со промената на останатите услови од опкружувањето, истата е подложна на промени.

Од аспект на степенот на поделба помеѓу банкарскиот сектор и индустријата на хартии од вредност, разликуваме три *модел на регулација*:

**Универзалното банкарство** е типично за **Германија** и земјите од континентална Европа. Специфично за овој вид на банкарство е што претставува *спој на комерцијалното и инвестиционото банкарство*: примање депозити, давање кредити, гарантирање на емисии на хартии од вредност, тргување со акции, осигурителни услуги итн. Надзорната улога и во нефинансиските институции и во банките ја имаат Надзорниот и Управниот одбор и како трето управувачко ниво се јавува Акционерското собрание. Секоја компанија има одредена банка која ги извршува финансиските услуги и главниот дел на финансирање на компанијата, меѓутоа ни една банка го нема ексклузивното право ни како кредитор ни како акционер во дадената компанија. Можноста да се поседува акционерски капитал од нефинансиски фирми е законски ограничена. Важно кај овој концепт е тоа што, значајно ја намалува информационата асиметрија и во голема мера ги зголемува перформансите на нефинансиските фирми.

**Британски тип на универзално банкарство** е застапен освен кај Велика Британија и кај Австралија и Канада. За разлика од германскиот тип на универзално банкарство овде *банките имаат легално одвоени филијали*, не е толку вообичено да поседуваат акции од нефинансиски фирми и не е типично да учествуваат во осигурителни работи.

**Банкарскиот модел типичен за САД и Јапонија** се карактеризира со *одвоеност на комерцијалното и инвестиционото банкарство*. Во Јапонија се познати т. н. главни банки или „кеиретс“ околу кои се формирани индустриските конгломерати и овие банки, освен во кредитирањето учествуваат и со голем процент во акционерскиот капитал на фирмите и имаат право да извршуваат мониторинг во работењето на фирмите.

Во САД на крајот на 1999 година е донесен закон со кој се укинува претходното раздвојување на комерцијалното, инвестиционото банкарство и осигурителните услуги. Дозволено е по пат на фузии и аквизиции на банките да се создаваат банкарски холдинг компании. Забележлив е трендот на сè поголемо учество на банките во двете земји во работи со хартии од вредност, со што тие се повеќе се доближуваат до британскиот модел на универзално банкарство.

Специфично за **банкарскиот систем во САД** е тоа што постојат “National” банки кои добиваат дозволи за формирање од Федералната власт, “State” банки кои добиваат дозволи за работа од одделна федерална членка и “Unit” банки кои не поседуваат мрежа на филијали. Големите разлики во законската регулатива во одделни држави до таа мера се изразени што извесни банкарски активности во една држава се дозволени а во друга забранети. За да се формира банкарска-холдинг компанија потребно е да се добие дозвола од FED (Централната банка на САД). Дозволата FED ја издава врз основа на ефектите врз конкуренцијата кои би ги предизвикал холдингот, потребите на публиката, ефикасноста во работењето на банката, банкарските позиции и концентрацијата на ресурсите.

Контролата на банкарскиот систем во САД се извршува преку федерални агенции кои заедно го сочинуваат **Советот на контролори**:<sup>5</sup>

- 1). **Контролорот на монетарниот систем** кој ги контролира националните банки и функционира во рамки на Министерството за финансии;
- 2). **Централната банка на САД – FED** ги контролира state банките;
- 3). **Федералната осигурителна корпорација-FDIC** ги контролира сите банки.

Главна задача на **контролорот** е во зависност од квалитетот и потребата, да издава дозволи за формирање на нови банки.

Покрај основната задача да ја води монетарната политика, **FED** врши одобрување за припојување на една банка кон друга и врз основа на унифицираниот CAMEL систем за класификација на банките на скала од 1 до 5 (по надолна линија), ја оценува финансиската состојба на банките според критериумите: структура на капиталот, квалитетот на имот, управувањето, заработката и ликвидноста. Доколку FED оцени дека

<sup>5</sup> Трпески Љубе (2003)-*Пари и банкарство*, второ и дополнето издание, Economy press, 2003, Skopje

некоја банка е во тешка финансиска состојба, најпрво врши *усно укажување*, па *писмен договор*, доколку проблемите сè уште постојат следува *меморандум*, па *наредби за одстранување на неправилностите* и на крај *смена на раководните лица* во банката. Централната банка може да делува и како *кредитор од крајна инстанца*, позајмувајќи им на банките онолку средства колку што тие имаат одлив на депозити, а освен тоа, важни контролни инструменти се и *стапката на адекватност на капиталот и задолжителната резерва*.

**Федералната корпорација за осигурување на депозити** врши (до соодветен износ) осигурување на депозитите на банките зачленети кај неа. Доколку се оцени дека една банка е пред банкротство, тогаш корпорацијата бара здрава банка кон која ќе се припои. Тоа припојување FDIC го протезира и преку давање на поволни кредити на здравата банка, преку купување на дел од имотот на банката што е во тешкотија и сл (Трпески, 2003).

**ТАБЕЛА БР. 2 : ГЛАВНИ РЕГУЛАТОРНИ ОРГАНИ ВО САД**

Регулаторен орган	Предмет на регулација	Вид на регулација
Комисија за хартии од вредност SEC	Организирани берзи и финансиски пазари	Бара обелоденување на информации, ограничува инсајдерско тргување
Комисија за тргување со фјучерси CFTC	Берзи на фјучерси	Ги уредува процедурите за тргување на пазарите за фјучерси
Канцеларија за банкарска супервизија	Комерцијални банки со федерално овластување	Ги овластува и прегледува книгите на комерцијалните банки со федерално овластување и наложува ограничувања на средствата што може да ги поседуваат
Национална администрација	Кредитни здруженија со федерално	Ги овластува и прегледува книгите на комерцијалните здруженија со

на кредитни здруженија NCUA	овластување	федерално овластување и наложува ограничувања на средствата што може да ги поседуваат
Комисии за државно банкарство и осигурување	Депозитарни институции со овластување од државата	Ги овластува и прегледува книгите на депозитарните институции со овластување од државата, наложува ограничувања на средствата што може да ги поседуваат и го ограничува отворањето на филијали
Федерална кооперација за осигурување на депозити FDIC	Комерцијални банки, заеднички штедилници, штедни и кредитни здруженија	Осигурува УСД депозити (до соодветен износ), ги прегледува книгите на осигурените банки и наложува ограничувања на средствата за поседување
Федерален резервен систем FED	Сите депозитарни институции	Ги прегледува книгите на комерцијалните банки што се членови на системот, утврдува задолжителна резерва за банките
Канцеларија за супервизија на штедилници	Штедно-кредитни здруженија	Ги прегледува книгите на штедните и кредитните здруженија, наложува ограничувања на средствата што може да се поседуваат

Извор: Бишев Глигор (2006)-Монетарен систем и политика, работна верзија, 2006

Сепак, впечатокот е дека и покрај развиениот регулаторен систем во САД, корпорациите и нивните директори, во случај на банкрот на банката се високо заштитени од последиците на нивното погрешно управување, затоа што при банкрот многу ретко се навлегува во шемите на доделување на бонуси и награди за менаџерските тимови, за разлика од Велика Британија каде што менаџерите ја сносат одговорноста за направените долгови со нивно одобрение.

## 1. 6. 2. БАНКАРСКА РЕГУЛАЦИЈА И БАЗЕЛ КОНЦЕПТОТ

Банкарската регулација постои како резултат на трите пазарни неуспеси: пазарната моќ, екстерналиите и асиметричните информации и генерално се концентрира на регулативи и механизми насочени кон намалување на веројатноста од навала на банките, ограничувања на ризиците кои што некоја банка би можела да ги преземе и кон подигање на степенот на конкуренција во рамки на секторот.

*Превенцијата од навала на банките*, (кога поради недостатокот на информации, пропаѓањето на една несолвентна банка имплицира нагло повлекување на депозитите и кај здравите банки, со што се загрозува и нивното функционирање), се обезбедува со институцијата „кредитор во крајна инстанца“ која ја извршува централната банка и со креирање на институција за осигурување на депозитите во случај на банкрот на банката.

*Ограничувањата во ризични активности* се состојат во ограничувања во вложувања во различни видови на средства и имот и ограничувања на видовите на бизниси во кои можат да бидат ангажирани банките.

За заштита од и контрола на ризикот, регулаторите го воведуваат и *минималниот капитален стандард* кој според меѓународните БАЗЕЛ стандарди изнесува 8%.

Механизмите за *заштита и поттикнување на конкуренцијата* се од исклучителна важност за обезбедување на доволен и оптимален број на финансиски институции на пазарот.

Со процесот на финансиска либерализација и развивање на меѓународното банкарство, досега користените банкарски регулативи станаа помалку ефикасни. Имено во рамки на меѓународното банкарство не постои осигурување на депозитите, не постојат задолжителни резерви, отежната е и банкарската супервизија, нејасно е која централна банка би ја извршувала улогата на кредитор во крајна инстанца итн.

Како одговор на банкарските кризи од 1974 година, гувернерите на централните банки на 11 индустриски развиени земји го формираа *Базеловиот комитет*, (според Базел-Швајцарија, во Банката за меѓународни изедначувања) со цел подигање на степенот на надзор кој ќе го вршат националните власти над меѓународниот банкарски систем.

Во договорот дефиниран во 1975 година а ревидиран во 1983 година, беше обезбедена *можност за добивање на дозвола за инспекција од властите од земјата на потекло на банката, на властите домаќини на банката*. Комитетот ја истакна потребата, регулаторите да ги мониторираат средствата не само на нивните банки туку и на странските филијали на банките. Беа воведени и унифицирани сметководствени стандарди. Во 1988 година во врска со адекватноста на банкарскиот капитал, беа воведени група на стандарди кои бараа стапката на чуваниот капитал да изнесува најмалку 8% од вкупната ризично-пондерирана актива. Ризичните пондери не се применуваат само на билансните туку и на вонбилансните активности на банките кои вклучуваат ризик. Во 1997 година Базеловиот комитет ги издаде „25-те Принципи за ефикасна банкарска супервизија“ во кои беа нотирани методите за супервизија, лиценцирањето на банките, банкарските известувања, а во врска со детерминирањето на кредитор од крајна инстанца, официјално не беше ништо објавено, иако некои шпекулации говорат за тоа, дека таквиот договор, централните банки го држат во тајност за да се спречи зголеменото ризично работење на банките во услови на нивно потенцијално спасување по автоматизам.

Во јуни, 1999 година комитетот достави нова предлог платформа која се верификуваше во 2001 година, а стапи на сила по неколку години, откако се хармонизираше законодавството во сите земји кои ја прифатија. Се воведоа промени во делот на проценка и пондерирањето на ризикот. Имено, во пондерот на ризик беа инфилтрирани и индивидуалните кредитни рејтинзи на секој позајмувач. Се зајакнуваше ставот дека менаџерите и кредитните банкарски аналитичари имаат подобар увид во вистинскиот степен на кредитен ризик од банкарските супервизори. Висината на адекватност на капиталот, како покрите на кредитниот, пазарниот и оперативниот ризик, остана 8% со можност супевизорите да бараат и повисока стапка на адекватност на капитал, доколку станува збор за банка со поризичен пондер. Доколку станува збор за исклучително висок ризик на банкарска активност, воведен е и пондерот 150% но исто така е оставена можност за намалување на степенот на ризик, земајќи ги во обзир колатералот, гаранциите, дериватите итн.

Овој концепт се заснова на три столба и тоа:

1). Проектирање на квантитативна рамка на адекватност на капиталот;

2). Квалитативна и интервентна супервизија;

3). Поголема транспарентност заради обезбедување на поголема пазарна контрола.

Капиталната спогодба БАЗЕЛ 2, претставува комплексна методологија преку која се утврдува адекватноста на капиталот на банките и овозможува полесно управување со банкарските ризици и заштита од истите. За оваа цел, потребно е банката да располага со многу поголем капитал одколку досега, како и со поликвиден капитал кој ќе овозможи да се заштити од неочекуваните ризици во работењето. Во рамки на методологијата, земени се во обзир тековните состојби на меѓународните банкарски пазари, новите методи и инструменти за управување со банкарските ризици, но истата е критикувана затоа што се потпира на рејтинг агенциите кои и самите не се регулирани и заради елементите на процикличност: економските циклуси се менуваат, а стапката на адекватност на капиталот е секогаш 8%, што делува проциклично во услови на подеми или контракции на истите.

Ревидираниот *БАЗЕЛ 2* документ беше издаден во јули 2009 година и ги опфаќаше следниве насоки:

1). Банките имаат обврска, користејќи внатрешна модели врз основа на историски податоци во континуиран 12-месечен период, да ја пресметуваат вредноста на ризикот;

2). Банките имаат обврска користејќи внатрешни специфични ризик модели, да го пресметуваат ризичниот капитал за кредитно чувствителни позиции на подолг ликвидносен период;

3). Позициите на секјутеризација се подложни на сеопфатните мерки за ризик и соодветен пондер за адекватност на капиталот.

Комитетот се согласи дека овој проект треба да се имплементира не подоцна од 31 декември 2011 година.

**БАЗЕЛ 3** концептот е заснован на БАЗЕЛ 2 и претставува сеопфатен сет на реформски мерки, развиен од страна на Базелскиот комитет за банкарска супервизија, со цел да ги зајакне регулативата, надзорот и управување со ризикот на банкарскиот сектор. Овие мерки имаат за цел:

- Подобрување на способноста на банкарскиот сектор да ги апсорбира шоките кои произлегуваат од финансиските и економски стресови, без оглед на нивниот извор;
- Подобрување на управувањето со ризикот ;
- Зајакнување на банкарската транспарентност;



- Дефинирање на микропруденциона регулација која ќе помогне во зголемување на издржливоста на банкарските институции во периодите на стрес;
- Развивање на мерки за управување со ризикот на ликвидноста како и на процикличното засилување на овие ризици со текот на времето.

Сепак, прекумерната регулатива е исто така цитирана како можна причина за финансиските кризи. Особено, Договорот 2 од БАЗЕЛ беше критикуван поради тоа што ги обврзува банките да го зголемуваат нивниот капитал кога ризикот расте, бидејќи со тоа потенцијално се намалуваат расположливите банкарски средства алоцирани во реалниот сектор и се делува проциклично т.е. се продлабочуваат рецесиите при падовите во економскиот циклус. Во декември 2010 година, Базелскиот комитет ја објави конечната верзија на БАЗЕЛ 3, поддржана од земјите од Г20. БАЗЕЛ 3 бара зголемување на отпорноста на банкарскиот сектор: повеќе капитал и повеќе ликвидност. Унапредувањето на капиталните барања е извршено преку: зголемување на квалитетот, конзистентноста и транспарентноста на капиталната база, при што стапката на адекватност на капиталот останува непроменета (8%), **воведување дополнителен износ на капитал** со цел да се зачува капиталот и да се воведат т.н. противцикличен капитал. Имено, иако предложената реформа не ја менува висината на стапката на адекватност на капиталот, преку воведувањето на дополнителните износи потребен капитал, таа може да се зголеми најмалку за 2,5 % (ќе биде подетално образложено во четвртиот дел од трудот).

## 1.7. ПРОЦЕСИТЕ НА ФИНАНСИСКА ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈА И ГЛОБАЛИЗАЦИЈА

Глобализацијата треба да биде сфатена како процес, кој што во современиот свет детерминира економско и финансиско интегрирање, преку рушење на економските и финансиските граници и забразана диференцијација помеѓу развиените и помалку развиените, со тоа и помеѓу богатите и сиромашните земји во светот. Статистиките говорат дека во изминатите триесетина години прилично е зголемена нееднаквата

дистрибуција на капиталот меѓу земјите во светот. Според едно истражување на Calvo, Guillermo и Carmen Reinhart<sup>6</sup>, пропорцијата помеѓу петте најбогати и петте најсиромашни земји во светот во 1960 година била 30:1 а во 1997 година 74:1 и оваа разлика континуирано се продлабочува. Двесте најбогати луѓе во светот, во интервалот 1993-1999 година, го зголемиле своето богатство за повеќе од два пати. Тројцата најбогати луѓе на светот со својот капитал имаат повисок износ на средства, отколку БДП на четириесет и осум нејнеразвиени земји во светот. Кон крајот на 1999 година, петмина најбогати луѓе управуваат со околу 90% од светскиот БДП. Во светот 50% од светската популација живее со помалку од 700 американски долари per capita, 11,5% од населението во светот има 15 000 американски долари годишно. Сега едно просечно семејство во Африка троши помалку отколку што трошело пред 25 години. Над 1,2 милијарди луѓе живеат во апсолутна сиромаштија со дневен производ од 1 американски долар а 2,8 милијарди луѓе живеат со само 2 американски долари дневно. Околу 44 000 транснационални компании со околу 280 000 свои афилијации во светот заземаат врвни места во многу дејности, а над 90% од тие компании во основа се концентрирани во развиениот свет. Токму во оваа насока е и скептицизмот на нобеловецот за економија во 2001 година и поранешен главен економист на Светска банка – Joseph Stiglitz, кој разочаран од глобалниот процес на транзиција на земјите кон неолиберален капитализам, ќе подвлече дека процесот на глобализација на начинот на кој е концептиран и на начинот на кој се реализира, не е за добробитот на сите земји.

Слободната меѓународна циркулација на парите, капиталот, хартиите од вредност и девизите, се должи на разликите меѓу националните и меѓународните услови за прибирање и пласирање на финансиски средства. Економските агенти во потрага по диверзифициран ризик и поголемо оплодување на нивните средства, ги прошируваат своите граници на делување инвестирајќи и во странски финансиски средства.

Големите меѓународни финансиски пазари се создадоа како резултат на рапидниот пораст на големината и значењето на меѓународните трансакции, кои беа насочени кон големите финансиски центри. Големината на формираниот капитал е толкава што овие

---

<sup>6</sup> Calvo A. Guillermo and Carmen M.Reinhart (1999)- „Capital Flow Reversals the Exchange Rate Debate and Dollarization,, *Finance and Development, The Quarterly Magazine of the IMF, Vol. 36, Number 3, 1999*

центри, под влијание на своите потреби, постојано ги рушат постојните шеми на финансирање и отвараат процес на континуирани иновации. Теоретските истражувања говорат дека основен катализатор на глобалните економски интеграции не беше меѓународната трговија, туку меѓународното движење на капиталот. Со напуштањето на фиксните девизни курсеви во седумдесетите години на XX век, финансиските текови, како резултат на срушените бариери за слободно движење на краткорочниот капитал, рапидно се зголемуваат.

Како резултат на сè поголемиот пораст на меѓународната трговија, технолошките иновации и либерализацијата на меѓународните движења на капиталот, доаѓа до сè позабрзана глобализација на меѓународните движења на капиталот.

Процесот на глобализација на финансиските пазари подразбира учество на интернационални и мултинационални банки, обем на меѓународни трансакции што го надминува обемот на трговски трансакции, појава на секјуритизацијата, разновидност и развиеност на операциите на финансискиот пазар, стеснување на каматните маргини заради зголемената конкуренција, остварување на наднационален мониторинг и супервизија на финансиските посредници, создавање на заеднички кредитни, конзорцијални и синдикални заеми, интензивна употреба на пропулзивна техника и технологија, непрекинато работно време, интегрирање на еврвалутниот пазар со останатите светски пазари итн.

Може да се издвојат четири периоди – фази на глобализација:

**Прва фаза** која започнува во средината на 60-те години на 20-иот век кога се интегрираат хомогени земји во групации, експлозивно се развиваат меѓународните трговски односи, коорпорациите го интернализираат своето работење, зголемување на улогата на ММФ, Светска банка итн.

**Втората фаза** ги одбележува 70-тите години кога се интензивираат финансиските односи, се зголемуваат платно-билансните дефицити, (кај земјите увознички на нафта) за сметка на суфицитите (кај земјите во развој-извозничките на нафта) и се зголемува увозот на капитал кај земјите во развој со дефицити во платните биланси.

**Третата фаза** е врамена во 80-тите години и е одбележана со проблемот на презадолженост на земјите во развој и репрограмирањето и рефинансирањето на

нивните долгови, се формираат азиските тигри како нови финансиски центри, се засилуваат процесите за изградба на европскиот монетарен систем итн.

**Четвртата фаза** започнува во 90-те години на минатиот век и трае до ден денес. Основна цел е целосна интегрираност на економските и финансиските односи на земјите членки на Европската Унија, врз основа на една единствена валута-еврото.

Големиот глобализационен бран на финансискиот пазар е карактеризиран со сè поголемо учество на банките на меѓународниот пазар на капитал. Банките своите активности можат да ги прошират надвор од матичната заемја преку градење на свои филијали во други земји, преку вршење на аквизиција-купување на странска банка или преку купување на пакет акции од странска банка. Сите банки кои се регистрирани во некоја од земјите членки на ЕУ, имаат право да отвараат филијали во земјите членки на ЕУ и сето тоа во рамки на интенцијата за создавање на единствен банкарски пазар во унијата. Во рамки на Европската економска заедница се гарантирани слободата на движење на капиталот, давањето на финансиски услуги и формирањето на финансиски институции. Обемот на меѓународните финансиски трансакции, надминувајќи го обемот на меѓународните трговски трансакции ги прави автономни меѓународните финансиски трансакции. Развојот на секјуритизацијата, сè повисокото ниво на конкурентност, остварувањето на финансиска и капитална поврзаност на банките од различни земји, создавањето на интербанкарски депозити, се поголемо користење на пропулзивна, компјутерска техника и технологија, развојот на мултинационалното банкарство, експанзијата и интеграцијата на финансиските пазари низ светот се исто така обележја на процесот на глобализација.

Глобализираниот финансиски пазар, спореден со националниот се разликува според следниве најважни карактеристики:

- Тој е целосно наднационален и екстериторијален;
- Трговијата е дигитална, територијално и временски неограничена;
- Финансиските трговци се служат со наднационални кодекси на однесување и трговски правила;
- Доминираат моралните и етичките вредности, а не националните правни норми;
- Организиран е според правилата и принципите на глобалниот пазар.

Се смета дека финансиската глобализација би требало да доведе до унапредување на финансискиот развој и до капитални приливи од капитално-суфицитарните земји кон капитално-посиромашните земји. Отвореноста на националните економии за странски капитал и странски финансиски институции ја зголемува конкуренцијата на домашниот финансиски пазар.

**ТАБЕЛА БР. 3 СТЕПЕНИ НА МЕЃУНАРОДНА ФИНАНСИСКА ИНТЕГРАЦИЈА (ВО МИЛИЈАРДИ ДОЛАРИ И %) НИЗ НЕКОЛКУ ПЕРИОДИ**

	Бруто фонд на странски средства и обврски			Бруто приливи		
	1980–84	1990–94	2000–04	1980–84	1990–94	2000–04
Сите земји (милијарди долари)	7,124	26,411	76,142	397	1,209	3,564
Учество на странски директни инвестиции	15.6	17.9	21.8	12.9	15.6	19.6
Удел во капиталот од акции	4.9	9.5	15.9	3.9	9.4	12.0
Учество во долгот	75.1	69.4	58.7	83.2	75.0	68.4
Развиени земји (милијарди долари)	6,100	23,969	69,441	325	1,008	3,260
Учество на странски директни инвестиции	16.1	17.9	21.4	12.3	13.9	16.9
Удел во капиталот од акции	5.5	9.9	16.5	4.4	9.0	12.1
Учество во долгот	74.8	69.7	59.8	83.3	77.2	71.0
Земји во развој (милијарди долари)	859	2,167	6,221	66	194	288
Учество на странски директни инвестиции	12.0	17.6	26.6	15.9	24.4	48.6
Удел во капиталот од акции	1.3	6.1	10.6	1.5	11.7	12.1
Учество во долгот	77.9	64.6	46.6	82.6	63.9	39.3

Извор: Rogoff, Kenneth, M. Ayhan Kose, Eswar Prasad and Shang Jin Wei "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Staff papers, Vol. 56 Number 1, 2009

Но сепак, постои и црна страна на процесот на финансиска либерализација кој може да доведе до позајмувачки бум инициран од капиталните приливи. Слабата пруденциона супервизија и недостигот на експертиза во селекцијата и надгледувањето на заемобарателите, доведува до големи загуби на банкарските институции. Иако за тоа постојат малку емпириски докази, сепак многу светски економисти сметаат дека либерализацијата на капиталните сметки има важна улога во поттикнувањето на финансиските кризи во светот.

### 1. 7. 1. СВЕТСКИ ТРЕНДОВИ ВО ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР

Со сè поизразениот развој на техниката и технологијата, поголемата присутност на финансиските деривати, финансиската либерализација и измените во законските регулативи во смисла на рушење на бариерите помеѓу комерцијалното и инвестиционото банкарство, доаѓа до тренд на намалување на релативната улога на комерцијалните и традиционалните банки како учесници на финансискиот пазар и пораст на значењето на небанкарските финансиски институции (пензиски и инвестициони фондови, инвестициони банки, осигурителни компании итн.). Но тоа не значи дека банките стануваат маргинални институции, туку напротив, зборува за наметнување на нов конкурентен натпревар на полето на финансиските институции, во кои поуспешни ќе бидат оние кои ќе понудат производи и услуги кои подобро ќе се прилагодат на побарувачката за финансиски производи и услуги, оние кои ќе понудат поефтини инструменти и услуги и кои ќе обезбедат силни врски со клиентите и соодветен маркетинг.

Следејќи го овој тренд, банките сè подлабоко навлегуваат во нови сфери на делување, напуштајќи го концептот на традиционални, кредитно-депозитни институции и насочувајќи се и кон вонбилансните банкарски активности.

Во светски рамки се издвојуваат и т.н. off shore финансиски центри кои заради пониското ниво на критериуми за финансиска контрола и поблаги даночни оптоварувања, се доста користени од страна на големите мултинационални корпорации и големите банкарски институции, за вршење на големи финансиски трансакции со многу помали трошоци. Овие центри според статусот можат да се поделат во три групи: 1). големи финансиски центри кои уште на почетокот ги либерализирале меѓународните трансакции, интернационалните банкарските поврзувања и вовеле даночни олеснувања (Лондон, Њујорк, Токио), 2). финансиски центри кои пред да почнат да се развиваат во off shore финансиски центри, имале некаква но недоволно развиена финансиска инфраструктура (Хонг Конг, Сингапур, Луксембург, Панама) и 3). третата група ја сочинуваат центри кои немаат финансиска и банкарска инфраструктура, туку се

формирани од страна на големите мултинационални компании и банки како финансиски прибежишта за вршење на финансиски трансакции, кои во нивните матични земји се високо оданочени или забранети (Бахами, Бермуди, Андора, Гибралтар и др.). Сепак во современи услови *off shore* центрите го губат своето значење поради формираните зони за слободна меѓународна финансиска трговија, континуируваниот процес на финансиска либерализација и меѓународно работење на пазарите на пари, капитал и банкарско работење.

### 1. 7. 1. 1. Електронски берзи

Покрај експанзивниот развој на постоечките, традиционални берзи, во последните три децении доаѓа до сè позасилен развој и на електронските берзи. Кај електронските берзи постои *on line* информационе мрежа која ги спојува брокерските фирми со пресметковниот центар на берзата. Со тоа всушност е создаден интегрален информациона систем во кој дилерите на финансиските берзи постојано вршат функција на *маркет-мејкери*, одредувајќи го својот куповен и продажен курс на хартиите од вредност со кои тргуваат, додека пак брокерите ги извршуваат налозите на своите комитенти. Најновите процеси се карактеризираат со значителен пораст на прометот на електронските берзи и со спојување на берзанските институции. Овој процес е поврзан со глобализацијата на финансискиот пазар, што значи дека се зголемува прометот на хартиите од вредност на меѓународниот пазар на капитал.

### 7. 1. 2. Комерцијалното банкарство во услови на глобализација и либерализација

Еден од новите трендови во процесите на промена на финансиската структура е процесот на конценатрација во банкарството. При тоа, банките се мотивирани да окрупнуваат, затоа што на тој начин *го зголемуваат бројот на комитентите*, се користи *економијата на обем*, се зголемува *пазарната сила*, синергетските ефекти се гледаат и во *диверзификацијата на спектарот на услуги и производи* кои ги нуди

банката, се создаваат *мегабанкарски институции* способни да се вклучат на глобалниот пазар итн. Со процесите на фузија (сопственичко интегрирање) и аквизиција (сопственичко превземање) на банките доаѓа до создавање на т.н. *финансиски супермаркети*, во кои што клиентите можат да извршат широк спектар на банкарски активности на едно место. Планираната профитабилност на окрупнетите банки може да биде дискутабилна поради културните разлики и различните потреби на комитентите на споените банки. Некои аналитичари сметаат дека со процесите на аквизиција и фузија на банките се намалува конкурентноста во овој сектор, но тоа зависи од степенот на банкарска концентрација во земјата и бројот на банки кои успешно функционираат.<sup>7</sup>

Мотив за рапидниот раст на *off shore* банкарството (банки кои преку своите филијали функционираат надвор од своите земји) и појавата на *off shore* депозитот (банкарски депозит деноминиран во валута различна од националната валута на земјата каде што е сместена банката), беше порастот на меѓународната трговија и зголемената мултинационална природа на активностите во реалниот сектор. Банките функционираат во странство во форма на *агенции* (договараат заеми и трансфери, но не примаат депозити), *подружници* (странската банка е контролен сопственик, а подружницата подлежи само на регулативите на земјата каде што е стационирана, но не и на земјата на потекло) и *филијали* (претставништво на домашната банка во друга земја кое користи од разликите на меѓуграничните регулативи).

Новиот концепт на банкарска стратегија предвидува задржување на позицијата претставници на најрепрезентативни пазарни институции на пазарот на капитал, воспоставување врски на банките со новата банкарска средина поради брзи и непредвидливи промени, изнаоѓање на нови методи, инструменти и модели за банкарско работење, силно развиени маркетиншки брендинг стратегии (именување на своите производи), развивање на навика за користење на сите банкарски услуги кај населението, обезбедување на лидерство на сите значајни точки и нивоа на организационата структура на банките итн.

Во борбата за опстој на финансискиот пазар, а при растечко ниво на финансиска конкуренција, се појавува и *електронското банкарство*. Постојат два вида на

<sup>7</sup>Чирович Милутин (2001)- *Банкарство*, Bridge Company, 2001, Београд



електронско банкарство: првиот кој се применува во т.н. *виртуелни банки* кои своите активности ги извршуваат исклучиво преку Интернет и вторите банки се институции кои имаат филијалска мрежа и покрај *далечинската on line комуникација* со своите комитенти го развиваат и личното банкарство. Кај далечинското банкарство постојат повеќе можности за дистрибуција на информациите и службените контакти помеѓу клиентите и банката и тоа преку телефон, банкомати, on line т.е. со користење на лични компјутери со модем или USB токинг и интернет банкарство. Главниот фактор за воведување на електронското банкарство се поврзува со натпреварот за имиџ и технолошка конкурентност помеѓу банките. Преку електронските операции банките ги намалуваат трошоците на своите услуги, онлајн услугите ги намалуваат потребите за филијали и исто така повлекуваат помали трошоци при работењето, а со тоа и пониски цени на понудените услуги и инструменти.

Набљудувано низ призмата на меѓународната економија и меѓународната трговија, мошне значајно место во овие економски процеси заземаат евравалутите. Тоа се всушност депозити кои се деноминирани и можат да се исплатат во американски долари или во други конвертибилни валути, а кои се депонирани во банките надвор од САД. Доларските депозити што се чуваат надвор од банките на САД се нарекуваат *евродоларски депозити*, а банките кои работат со вакви депозити – *евробанки*. Депонентите на депозити што гласат на евравалута може да се извозници кои своите производи ги пласирале во САД, а наплатата во американски долари била извршена во банките во нивната матична економија. Освен тоа, евравалутите можат да бидат заштеди од американските резиденти и како резултат на поповолни услови (повисоки каматни стапки, регулациони асиметрии и потитичка стабилност) пренесени во странство. Евравалутите претставуваат еден од основните извори на финансирање на инвестициите и меѓународната трговија, затоа што каматната стапка по која се одобруваат овие средства е значително поповолна од националните каматни стапки на пазарите на капитал. ЛИБОР каматната стапка е формирана како резултат на вкрстувањето на понудата и побарувачката на овие средства на рок од 1, 3 или 6 месеци.

Големото кумулирање на евродепозити често е причина за аларм кај економските власти, за тоа што тие практично претставуваат „бездржавни“ пари надвор од контролата на било која монетарна власт.

Постоењето на депозити што гласат на евровалути влијае и на намалување на потребниот обем на официјалните девизни резерви како и на намалување на трошоците за нивно одржување и чување. Меѓутоа, нивните текови можат да остварат негативно влијание врз монетарната политика на националните авторитети и остварувањето на таргетираните цели. Имајќи ги предвид полибералните закони кои важат за овие инструменти во однос на националната регулатива, постои опасност од подгревање на мултипликативните ефекти што се остваруваат во меѓународната економија под влијание на овој финансиски пазар и од појава на инфлација во широки размери, што може да настане како резултат на предимензионираното одобрување на заеми за кои не постои вистинско покритење во депонирани средства.<sup>8</sup>

## 1. 8. КОНЦЕПТОТ НА ФИНАНСИСКА СТАБИЛНОСТ

Можеме да кажеме дека финансискиот систем е стабилен доколку истиот ги исполнува следните карактеристики: а) да е во состојба ефикасно и непречено да ги трансферира средствата од штедачите кон инвеститорите; б) разумно да ги проценува и да управува со финансиските ризици и в) навремено да може да ги апсорбира шоките и изненадувањата од реалниот и финансискиот сектор. Ако било која комбинација од овие карактеристики е неодржлива, тогаш е веројатно дека финансискиот систем се движи во насока да стане помалку стабилен. Сфатено низ оваа призма на гледање, заштитата на финансиската стабилност бара идентификување на главните извори на ризик и ранливост, како што се недостаток на ефикасност во распределбата на финансиските средства од штедачите кон инвеститорите и погрешно проценување или

---

<sup>8</sup> Кикеркова Ирена (2003)-*Меѓународна економија*, Економски факултет, УКИМ, 2003

запоставување на финансиските ризици. Неопходноста од идентификацијата и следењето на ризиците се огледа во тоа што, надвор од таквата обсервација би можело да дојде до неефикасна распределба на капиталот, до финансиска и макроекономска нестабилност.<sup>9</sup> Не постои недвосмислена мерка за финансиската стабилност, ниту пак кратка и прецизна дефиниција на концептот за финансиска стабилност. Терминот финансиски систем ги опфаќа не само на финансиски институции, туку и финансиските пазари, финансиските агенти, финансиската инфраструктура, прописите, процедурите за купопродажба на хартии од вредност, финансиската регулатива, стандарди и др. Кога зборуваме дека системот мора да ги одржува своите основни функции, мислиме дека не треба да се случат никакви прекини ( на пример, банките се оневозможени да вршат меѓусебни плаќања, ограничување на кредитниот пристап поради, на пример, тоа што банките не се во состојба да ги финансираат своите заеми) кои можат да ги ослабнат функциите на финансискиот систем и да повлечат големи трошоци за општеството. Исто така, дискутабилно е што претставува состојбата на прекини: дали кога економијата е одеднаш послаба отколку што се очекува или пак некоја голема банка претрпува закани, кои се закануваат и на нејзиниот опстанок.<sup>10</sup>

Постојат два различни погледа за дефинирање на финансиската стабилност. Првиот ја дефинира финансиската стабилност во однос на стабилноста на финансискиот систем на надворешните шокови.<sup>11</sup> Вториот ја нагласува ендегената природа на финансиската нестабилност и ја опишува финансиската стабилност во однос на отпорноста на удари кои потекнуваат од самиот финансиски систем.<sup>12</sup>

Една од дефинициите за финансиската стабилност, истата ја дефинира како состојба во која финансискиот систем може да ги задржи своите основни функции и истовремено да поседува отпорност кон пореметувањата кои им се закануваат на овие функции.

---

<sup>9</sup> <http://www.riskbank.se/en/Financial-stability/The-riskbanks-role-and-tasks0What-is-financial-stability/>

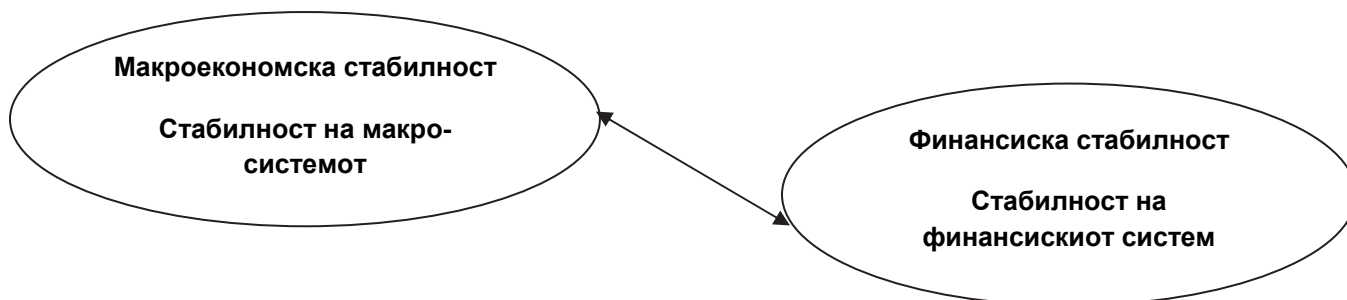
<sup>10</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>

<sup>11</sup> Padoa-Schopia (2003)-„Raod to Monetary Union,, *Working paper, internet archive, 2003*

<sup>12</sup> Garry J. Schinasi (2004)-„Defining Financial Stability,, *IMF working paper, wp/04/187, IMF*

Финансиската стабилност се дефинира и како состојба на непречено функционирање на сите сегменти на финансискиот систем, при што секој од нив обезбедува највисоко можно ниво на флексибилност за апсорбирање на можни шокови.<sup>13</sup>

## ГРАФИКОН БР.2: ИНТЕРАКЦИСКА УСЛОВЕНОСТ НА МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ ВО ЕКОНОМИЈАТА



Извор: НБРМ

Финансиската стабилност е потесен поим од макроекономската стабилност и се однесува на стабилност на еден подсистем - финансискиот систем. Сепак, кога се зборува за финансиска стабилност само првично се чини дека се однесува на еден сегмент од економијата, а всушност зборуваме речиси за целата економија, заради големото значење на финансискиот систем за економијата и поврзаноста на финансискиот систем со останатите подсистеми, поради што тој има клучно влијание врз состојбите во економијата.

Макроекономските нерамнотежи влијаат на финансиска стабилност и обратно финансиската нестабилност може да се одрази врз макроекономските рамнотежи. Од овие причини, централните банки, но и меѓународните финансиски организации и тела, во современи услови сè повеќе се грижат и за макроекономската и за финансиската стабилност.<sup>14</sup> Трошоците на финансиската нестабилност во однос на економскиот раст се високи. Нестабилноста доведува до висока просечната стапка на недоволно користење на производствените капацитети, со што се намалува продуктивноста на

<sup>13</sup> Дефиниција на НБРМ

<sup>14</sup> НБРМ (2010-7) -Извештај за финансиската стабилност во Р.Македонија за 2009 год, НБРМ, Јули 2010

капиталот. Од друга страна, несигурноста поврзана со варијабилноста во стапките на раст има негативни ефекти врз акумулација на капитал<sup>15</sup>

Функционалниот финансиски систем како конгломерат од финансиските пазари, финансиските институции и соодветна законска инфраструктура, овозможува непречено и континуитано флукуирање и пласирање на паричните средства и капиталот, како своевиден крвоток во економијата, таму каде што ќе бидат економски најмногу оплодени и најоправдани. Истражувањата покажуваат дека големите финансиски кризи настанале како резултат на создавање на монетарен вишок и заради неправилно функционирање на финансискиот систем. Недоволно регулираниот финансиски систем може да предизвика нагло повлекување на капиталот од пазарите на земјите во развој и транзиција и ваквите напади на шпекулативен капитал оставаат целосен пустош во економијата.

Финансиската либерализација и слободата на движење на капиталот се поврзуваат со појавата на банкарските кризи. При пропаѓањето на една банка речиси секогаш демнее опасноста од т.н. навала на банките, кога комитентите, заради информационата асиметрија, нагло ги повлекуваат своите депозити и од здравите банки. Пренесувањето на финансиските кризи од една во друга земја се објаснува со постоење на цврсти трговски и финансиски врски помеѓу земјите, како и слични макроекономски, политички и социјални услови. Пропаѓањето на банките наметнува огромни општествени трошоци, не само заради можното пропаѓање посебно на малите локални фирми (кои потешко би нашле нов извор на финансирање), намалување на производството, потрошувачката и вработеноста како и загубите на граѓаните кои се комитенти на банкротираниите банки, туку и поради обидот на државите да ги спасуваат големите финансиски институции и банките кои имаат проблеми и буџетските трошоци кои ги прават за таа цел. Тоа доведува до потреба од зголемување на јавните приходи, зголемување на даноците, пренесување на долгот на идните генерации и го наметнува проблемот со сиромаштијата.

Финансиските пазари се специфични по тоа што стоките со кои се тргува се испорачуваат веднаш, а купувачот добива ветување за идно плаќање. Затоа

---

<sup>15</sup> Loayza N. and Ranciere R. (2006)-, Financial Development, Financial Fragility and Growth, *Journal of Money, Credit and Banking*, 2006

финансиските пазари се подложни на разни аномалии, измами и паники. На најтешките рецесии во историјата, вклучувајќи ја Големата депресија во 1929 година, им претходеа финансиски кризи (на пример, Мексико во 1995 година, Јужна Кореја во 1997 година, Русија во 1998 година, Јапонија во деведесетите години и глобалната економска криза во 2008 година). Поради овие причини е наметната потребата од цврста и сеопфатна регулација на финансиските пазари.

## **ВТОР ДЕЛ**

# **ИНТЕРАКЦИСКАТА УСЛОВЕНОСТ ПОМЕЃУ МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ**

## 2.1. МАКРОЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ

Макроекономијата е економска област што се занимава со перформансите, структурата, однесувањето, како и донесувањето на одлуки на ниво на целата економија. Ова ги вклучува не само националните економии туку и глобалната економија. Макроекономската слика во една економија се илустрира преку низа индикатори, како што се БДП, стапката на невработеност, нивото на цени кои ги детерминираат економските перформанси и функции. Современите макроекономски модели тендираат да ја објаснат врската помеѓу факторите како што се националниот доход, производството, потрошувачката, невработеноста, инфлацијата, заштедите, инвестициите, меѓународната трговија, меѓународни финансии, се обидуваат да ги разберат причините и последиците за краткорочните флуктуации кај економските циклуси, како и детерминантите за економски раст на долг рок. Овие макроекономски модели се широко употребувани од страна на владите и економските власти, со цел развивање и имплементирање на економски политики за долгорочен и одржлив раст и развој. Макроекономската стабилност и економскиот раст, бездруго се најзначајни цели во развојот на една национална економија. Не може да се остварува економски растеж без одреден степен на макроекономска стабилност, како што не може да се оствари макроекономска стабилност без економски раст и развој. Затоа, неопходно е синхронизирано дејствување на макроекономската и на развојната политика за одржување на потребниот степен на стабилност и раст во земјата.

*Макроекономската стабилност* во поширока смисла претставува состојба на непречено функционирање на сите подсистеми на економскиот систем, при што секој од нив обезбедува највисоко можно ниво на флексибилност за апсорбирање на можни шокови, додека во потесна смисла, може да се дефинира како состојба на стабилно ценовно ниво и стабилен девизен курс.

Од аспект на рочноста на макроекономската рамнотежа, истата може да се разгледува на кус и/или на долг рок. Макроекономската рамнотежа на кус рок се воспоставува во точката во која се сочелуваат кривите на агрегатната побарувачка и агрегатната понуда (која е растечка на кус рок за разлика од нејзината вертикална



позиција на нивото на потенцијалниот БДП и природната стапка на невработеност при долгорочната макроекономска рамнотежа).

Според пристапот на ММФ, макроекономските нерамнотежи можат да потекнуваат вообичаено или од преовладувањето на инфлацијата и дефицитите во платниот биланс или од ниските стапки на вработеност и раст или од обете. Високата ценовна стабилност или ниската инфлација е битна иако не е единствена компонента на макроекономската стабилност.<sup>16</sup> Досегашната статистичка евиденција потврдува дека стабилизирањето на нивото на цените на ниско или умерено рамниште е со цел избегнување на дисторзиите на релативните цени на добра и услуги и на факторите на производство, а во насока на ефикасно алоцирање на ресурсите, поради создавање на стабилни услови за стопанисување и поттикнување на инвестициите, поради фактот дека стабилните цени влијаат врз намалување на домашната побарувачка за увезени добра и услуги и врз зголемување на странската побарувачка за домашни добра и услуги т.е. позитивно влијае на состојбата на платниот биланс итн. Пристапот на ММФ кон макроекономска стабилност се сведува на ограничување на агрегатната побарувачка главно преку остри фискални и монетарни рестрикции, запоставувајќи го од друга страна пак нејзиното силно влијание врз порастот на БДП и вработеноста. Доколку на краток рок, недоволната (ограничена) агрегатната побарувачка ја пресретне агрегатната понуда или БДП, тоа би се случило на ниско рамниште и би повлекло низок БДП (далеку под потенцијалниот раст), висока невработеност и неоптимална искористеност на ресурсите во економијата (стандардниот проблем на Кејнс). Во таква ситуација според Кејнзијанското учење, економијата може да се придвижи кон својот потенцијален производ (состојба кога рационално ги користи сите расположливи ресурси) односно точка на рамнотежа на долг рок, единствено со стимулирање на агрегатната побарувачка преку порелаксирана фискална и монетарна политика.

Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) своевремено бил формиран со цел да им овозможи неопходни средства на земјите во развој, за стимулирање на агрегатната побарувачка во услови кога земјата е соочена со стагнантна т.е. опаѓачка економска

<sup>16</sup> Академик Фити Таки (2004)-„Теоретски погледи и искуства за макроекономската стабилност и економскиот растеж“, труд објавен во Зборник: *Макроекономската стабилност и економскиот растеж во Р.Македонија*, ЗОР, МФ, ГТЗ, 2004

активност. Кога нобеловецот Стиглиц ги согледува последиците од спроведувањето на неолибералната политика од страна на ММФ, СБ и СТО<sup>17</sup>, во земјите кои се во процес на премин од транзиција кон неолиберален капитализам (неолиберална глобализација), демонстративно ја напушта функцијата на главен економист на СБ<sup>18</sup>.

Според истражувањата на Семјуелсон, таргетирањето на нулта инфлација во САД би ја соочило американската економија со пад на производството и вработеноста некаде во рамки на интервалот од 1% до 3%. Поради фактот дека во земјите во развој и земјите во транзиција постојат неискористени ресурси, доминира мислењето дека едноцифрените стапки на инфлација во рамки од 5% до 10% се најоптимални за одржување на динамичен раст и развој, што во основа е вкоренето во постаментите на кејнзијанизмот.<sup>19</sup>

Генерално гледано, макроекономските доктрини кои ја поддржуваат *неолибералната школа, акцентот на значајност го ставаат врз агрегатната понуда и долгиот рок, додека школите кои генезата ја имаат во кејнзијанското учење, тврдат дека значајни се агрегатната побарувачка и краткиот рок.*

Ретроспективната анализа на макроекономската политика во САД јасно подвлекува дека САД успешно ги користат дискреционите мерки на фискалната и монетарната политика за управување со агрегатната побарувачка и сузбивање на рецесиите и невработеноста, наспроти нивната интенција преку ММФ, земјите во развој и во транзиција да спроведуваат остри буџетски и монетарни рестрикции. За илустрација, факт е дека Р. Македонија, како резултат на спроведувањето на рестриktivните буџетски и монетарни политики, перманентно има ниски стапки на инфлација, ниски буџетски дефицити, но и енормна невработеност и стагнантни стапки на економски раст. Во повоен период и западноевропските земји активно го користеле подгрејувањето на монетарната и фискалната политика за поттикнување на економската активност сè до крајот на 1970-та година кога доаѓа до замена на кејнзијанските парадигми со

<sup>17</sup> СТО е кратенка за Светска трговска организација

<sup>18</sup> СБ е кратенка за Светска банка

<sup>19</sup> Samuelson Paul A., Nordhaus William D.(2001)- *Economics*, 17 th ed. McGrew-Hill Inc, 2001, New York

неолибералните, а со тоа и на примена на ниски буџетски дефицити не поголеми од 3%, ниска инфлација до 2% и рестриктивна монетарна политика. Неокејнзијанците сметаат дека причините за константната висока невработеност во ЕУ е последица од запоставеното управување со агрегатната побарувачка т.н. *хистереза* (рестриктивна макроекономска политика и во услови на рецесија) што има долгорочни негативни импликации за економијата. Интересен е фактот што по преживувањето на првите налети на глобалната економска криза (2008), и САД и ЕУ по неуспешните обиди за намалување на дефицитарната ликвидност во финансиските системи преку порелаксирана монетарна политика, прибегнаа кон фискален активизам со цел спасување на големите финансиски гиганти, како и за подгревање на агрегатната побарувачка.

Долго време, различни шокови во економијата не беа доволни да го разлишаат верувањето во ефикасноста на пазарите. Рецесијата 2008 е пример за дефицитарна побарувачка. Поддржувачите на теоријата за ефикасни пазари повторно ќе тврдат дека промените на цените одново ќе ја вратат пазарната рамнотежа. *Новите кејнзијанци кои се обидоа да ја усогласат кејнзијановата страна на побарувачката и да ја објаснат рецесијата со несовршеноста на пазарот, како и економистите кои предупредуваа на порастот на цените, беа игнорирани или во најлош случај исмејувани од оние кои сè уште веруваа, дека централните банки преку монетарната политика ќе се справат со рецесијата.* Поддржувачите на бихејвиористичката доктрина ќе има што да нè научат во врска со функционирањето на економиите и подобрените начини за креирање и имплементирање на политики. Овие економисти не нй сугерираат дека е потребно да скокнеме од слободните пазари кон државна интервенција, туку дека можеме да развиеме подобри начини за да го вклучиме однесувањето на економските агенти во тенденциите на политиката.<sup>20</sup>

Како и да е, за макроекономската рамнотежа и стабилност од непобитно значење се и агрегатната побарувачка на краток рок и агрегатната понуда на долг рок, зошто тие, низ интеракциски придвижувања во краткорочни временски секвенци ја формираат долгорочната рамнотежа. Додека агрегатната побарувачка може да допринесе за

<sup>20</sup> N. Gregory Mankiw and Mark P. Taylor (2011)- *Economics*, second edition, Cengage learning EMEA, 2011

придвижување на фактичкиот БДП кон патеката на потенцијалниот долгорочен БДП, агрегатната понуда во себе ги сублимира реалните фактори на производството како капиталот, човечките ресурси, природните ресурси и технолошките знаења (know-how).

## 2.2. ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ

Развиеноста на финансиските пазари и институции е од есенцијално значење за растечкиот процес во економијата и општеството. Постојат емпириски потврди за тоа дека нивото на финансискиот развој е добар показател на идните стапки на економскиот раст, акумулацијата на капитал и технолошките промени. Уште повеќе, компаративните анализи на студиите на случај, укажуваат дека временските интервали кога финансискиот систем не бил доволно развиен, се рефлектираат и со сериозно инхибирање на економскиот развој. Вообичаено, мерките за детерминирање на финансиската развиеност се делат во следниве групи:

- 1) **Индикатори за големината на финансискиот сектор** во кои спаѓаат: *средствата на банките/БДП; ликвидни обврски (депозитни пари, квази депозити и ограничени депозити)/БДП; вкупни средства на инвестициони фондови /БДП и вкупни средства на осигурителни компании/БДП;*
- 2) **Индикатори за активноста на финансискиот сектор:** *банкарски кредити/БДП; банкарски депозити/БДП; банкарски кредити/банкарски депозити; побарувања на небанкарски финансиски институции од приватен сектор/БДП; вкупна тргувана вредност на пазарот на акции/БДП;*
- 3) **Индикатори за ефикасноста на финансискиот сектор:** *оперативни трошоци/вкупни средства на банките; нето каматна маржа: сооднос помеѓу разликата од каматните приходи и расходи и просечна вредност на активата во даден период; поврат на актива: нето доход/просечна годишна актива на банките; поврат на капиталот: нето доход/просечен годишен капитал; индикатор на обртот: вкупна тргувана вредност на пазарот/просечна пазарна*

капитализација за дадениот период; *нефункционални кредити*-проблематични, деликвентни кредити; *стапка на адекватност на капиталот*: сопствени средства/ризично пондерирана актива; *волатилност на ценовниот акциски индекс*: 360-дневна стандардна девијација на вредноста на националниот берзански индекс/годишен просек на вредноста на тој индекс;

- 4) **Индикатори за правното и регулациско опкружување релевантно за финансиските односи** - тоа се бројни индикатори кои се однесуваат на следните аспекти: степенот до кој законите во една економија ги штитат правата на кредиторите во случај на ликвидација и реорганизација на компаниите должници; степенот до кој законите кои се однесуваат на колатералот и стечајните постапки ги штитат правата на кредиторите и должниците; правилата и процедурите што се однесуваат на опфатот и достапноста на кредитните информации расположливи преку јавните кредитни регистри или приватните кредитни бироа; степенот до кој законите ги штитат правата на малцинските акционери; степенот на обелоденување на информации, степенот на одговорност на директорите и едноставност за покренување тужба од акционерите; политичката стабилност која се изразува преку оценката за политичкиот ризик во дадена економија и во себе ги вклучува компонентите за владина стабилност, социоекономските услови, инвестицискиот профил, интерните и екстерните конфликти, законот и редот, етничките тензии, верските тензии, корумпираноста, војската и полицијата, демократската одговорност, квалитетот на бирократијата итн.<sup>21</sup>

Врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст е предмет на истражување на многу научни студии, поаѓајќи од чистата теоретска нализа па сè до емпириските панел студии за групи на земји. Некои економисти (Robinson 1952) тврдат дека „онаму каде што претпријатието води, финансиите следат“ понатаму, Lukas (1988) тврди дека улогата на банкарскиот сектор во економскиот раст е пренагласена додека пак двете дела на Bagehot (1873) и Hicks (1969) докажуваат дека финансискиот систем одиграл клучна улога во индустријализацијата во Англија, обезбедувајќи акумулација на

<sup>21</sup> PRS Group-*International Country Risk Guide*, the PRS group, Inc.

капитал за т.н. „огромни потфати“. Schumpeter (1912) во своето капитално дело акцентира дека добро развиен банкарски систем влијае стимулативно врз технолошките иновации, преку изнаоѓање на претприемачите со најдобри шанси за иновативни производи и производствени процеси.<sup>22</sup>

Теоријата сугерира дека финансиските инструменти, финансиските институции и финансиските пазари се општествено присутни за да ги намалат информациите и трансакционите трошоци во економијата, што од друга страна предизвикува зголемување на стапката на штедење, ги потсилува инвестиционите одлуки, технолошките иновации и овозможува долгорочен раст и развој. Кога на ова ќе се додадат и функциите на диверзифицирање на ризикот, ефикасната алокација на капиталот, мобилизирањето на заштедите, мониторирањето на менџерите и олеснувањето на размената на добра и услуги во економијата, станува јасно зошто голем број на економисти во светот сметаат дека финансиската развиеност не е резултанта од пасивното следење на економскиот раст, туку е обратно. Ретроспективната анализа покажува дека земјите со поголеми банки и поактивни пазари на капитал, растат побрзо од индустриите и земјите коишто потешко доаѓаат до надворешно финансирање, како резултат на послабо развиените финансиски системи. Исто така не треба да се занемари фактот дека и економската активност, технолошките иновации (телекомуникациите, компјутерите), нефинансиските политики, монетарната и фискалната политика и правниот систем во земјата имаат значајно влијание врз структурата и квалитетот и нивото на развиеност на финансискиот систем. Но сепак, заклучокот е дека економскиот раст бара одлично познавање на еволуцијата, структурата и на функциите на финансискиот систем, како основен предуслов за обезбедување на долгорочност во развојните стратегии во една економија.

Rondo Cameron во 1967 година ја истражува историската поврзаност на банкарскиот развој и процесот на индустријализација во Англија, Шкотска, Франција, Белгија, Германија итн. Stephen Haber ги компарира индустриите и развиеноста на

---

<sup>22</sup> Levine Ross (1997)- „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,, *Journal of economic literature*, Vol.XXXV,1997

пазарот на капитал во Бразил, САД и Мексико во периодот од 1830 до 1930 година, McKinnon ја прикажува врската помеѓу финансискиот систем и економскиот развој во Аргентина, Бразил, Чиле, Германија, Кореја, Индонезија и Тајван во периодот по Втората светска војна итн. Освен овие истражувања, постојат и низа други емпириски студии кои независно една од друга, ја потврдуваат статистичката значајност на врската помеѓу иницијалното ниво на финансискиот развој и идните стапки на долгорочен раст, акумулација на капитал и зголемена продуктивност ( цитирано кај Levine, 1997).

Постојат два вида на модели кои ги истражуваат каналите на влијание на финансискиот систем и нивото на неговиот развој врз економскиот раст. *Првите модели* во рамки на класичната, а подоцна и неокласичната економија, акцентот го ставаат на акумулацијата на капитал преку менување на стапката на заштеда и/или со реалоцирање на заштедите кон различни капитално-производни технологии. Движечка сила на економскиот раст во моделот на раст на Solow на краток и среден рок е акумулацијата на физичкиот капитал детерминирана од стапката на штедење. Главните претпоставки на моделот се совршена конкуренција, хомоген производ, хомоген капитал, константни приноси, совршена размена на капиталот и работната сила и опаѓачка маргинална продуктивност на работната сила и капиталот (економиите што започнуваат со пониски нивоа на почетен капитал се очекува да растат побрзо од побогатите земји и да конвергираат со нивото на доход на водечката земја).<sup>23 24</sup>

*Вторите модели* дефинираат дека функциите кои ги извршува финансискиот систем ја зголемуваат стапката на технолошки иновации. Во овие модели Romer и Lucas го вклучуваат технолошкиот развој како ендогена варијабла на растот, а претпоставката за совршена конкуренција е заменета со имперфектна конкуренција и растечки приноси од обем.<sup>25 26</sup>

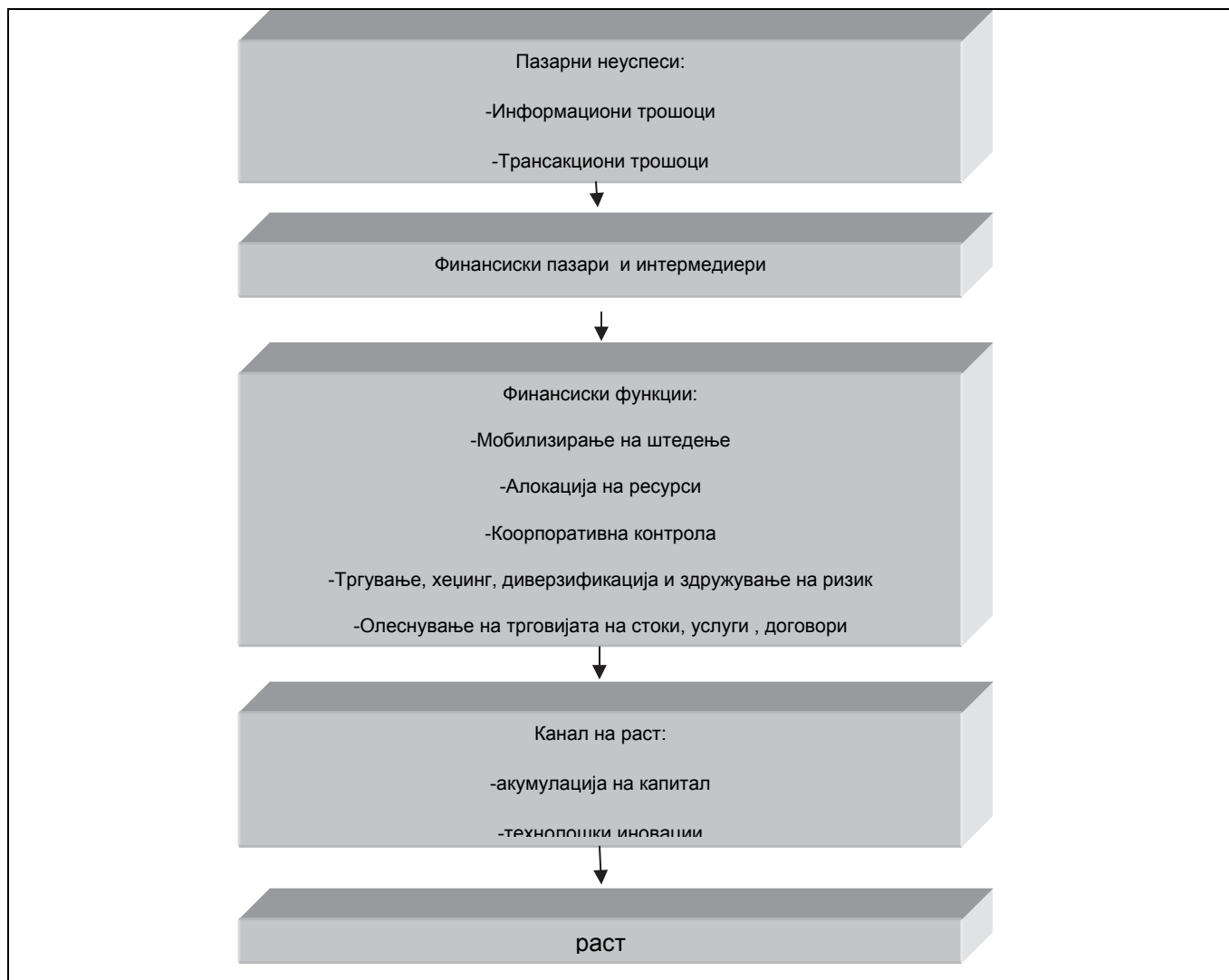
<sup>23</sup> Solow R. (1956)- „A Contribution to the Theory of Economic Growth,, *Quartely journal of economics*, 1956

<sup>24</sup> Solow R. (1957) - „,Technical Change and the Aggregate Production Function,, *Review of economics and statistics*, 1957

<sup>25</sup> Romer P. (1990)- „,Endogenous Technological Change,, *Journal of political economy*, 1990

<sup>26</sup> Lucas, R. (1988)- „,On the Machanics of Economic Development,, *Journal of monetary economics*, 1988

### ГРАФИКОН БР.3: ТЕОРЕТСКИ ПРИКАЗ НА ФИНАНСИИТЕ И РАСТОТ



Извор: Levine Ross (1997)- *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, *Journal of economic literature*, Vol.XXXV, 1997

Goldsmith во 1969 година ја истражува врската помеѓу макроекономските индикатори и развиеноста на финансискиот систем врз примерок од 35 земји во период од 1860 до 1963 година. Тој ја истражува вредноста на средствата на финансиските посредници како % од БНП и заклучува дека постои груб паралелизам помеѓу економскиот и финансискиот развој. Тој смета дека дел од расположливите податоци за неколку земји укажуваат дека периодите на побрз економски раст (иако не без исклучок) се придружени со натпросечна стапка на



финансиски развој.<sup>27</sup> Исто така King и Levine во 1993 година вршат студија вр 80 земји во интервалот од 1960 до 1989 година при тоа употребувајќи четири мерки за нивото на финансискиот развој: ликвидните средства на финансискиот систем како % од БДП, степенот до кој централната банка, наспроти комерцијалните банки алоцира кредит, стапката на кредит пласиран кај приватниот сектор, наспроти вкупниот домашен кредит и стапката на кредит пласиран кај фирмите поврзана со БДП. Сублимирано е дека финансискиот систем кој алоцира повеќе кредитна маса до приватните фирми е поефикасен во однос на оној кој кредитира државни тела и институции. Исто така поодвлечена е позитивната статистичка корелација помеѓу стапката на реален БДП *per capita* и степенот на алокација на кредитите до приватниот сектор. Притоа ја даваат следната регресиона равенка како илустрација за силната поврзаност на четирите индикатори за финансиска развиеност ( $F_{(i)}$ ) и трите растечки индикатори ( $G_{(i)}$ ): стапката на долгорочниот раст на реален БДП *per capita*, акумулацијата на капиталот и растот на продуктивноста:

$$G_{(i)} = \alpha + \beta F_{(i)} + \gamma X + \varepsilon$$

Студијата утврдила дека зголемувањето на ликвидните средства на финансискиот систем како % од БДП од 0,2% (во земјите со забавен раст) до нивото на земјите со побрз раст (0,6%), ќе предизвика зголемување и на стапката на раст на БДП *per capita* за речиси 1% годишно.<sup>28</sup>

Како детреминанти кои ги определуваат нивото на развиеност, функционалноста и ефикасноста на финансискиот пазар во пазарни услови, економската литература ги наведува: почитување на сопственичките права и плурализам во сопственоста, независност на економските субјекти во креирањето на деловната политика во пазарно опкружување, егзистирање на развиен финансиски систем, самостојност на комерцијалните банки, широк спектар на хартии од вредност, пазарно формирање на цената на финансиските средства и хартиите од вредност, релативна стабилност на куповната и интервалутната вредност на домашната валута, висок степен на суверенитет на монетарните власти, отвореност на домашниот пазар кон меѓународниот

<sup>27</sup> Raymond W. Goldsmith (1969)- *Financial Structure and Development*, Catalogue.nla.gov.au, 1969

<sup>28</sup> King and Levine (1993)-„Finance and Growth:Shumpeter Might be Right,, *Quarterly Journal of economics*, 1993

и висок степен на концентрација на финансиските средства. Постои растечко тело на емпириски анализи кои покажуваат дека, нивото на развој на финансиските пазари зависи од нивото на развој на економијата во целост. Во рамки на среднорочните фактори на влијание се вбројуваат:

- Макроекономската стабилност и нејзиното позитивно влијание врз големината и ликвидноста на финансискиот пазар. Релативно ниската и стабилна инфлација, доведува до ниски и стабилни реални каматни стапки како цена на капиталот;
- Постоене на сеопфатна и ефикасна правна рамка што ќе обезбеди заштитата на правата на инвеститорите;
- Развиеност на институционалните инвеститори и на небанкарските финансиски институции;
- Развиената банкарска интермедијација претставува значаен индикатор за повисоко ниво на развиеност на институционалната инфраструктура на финансискиот систем, во смисла на правна рамка за заштита на правата на кредиторите и адекватни сметководствена и ревизорска рамка.

### **2.3. ФИНАНСИСКИТЕ ТЕКОВИ И МЕХАНИЗМИТЕ НА ФИНАНСИРАЊЕ НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ**

Степенот на економската и финансиската стабилност во една економија, а во таа смисла степенот и одржливоста на општествениот производ, во голема мера се условени од кредеитирањето и уредувањето на постоечките финансиските текови и механизми за финансирање во таа економија. Циркулирањето на парите, акумулацијата и штедењето меѓу економските субјекти во секторите и меѓу секторите во економијата ги сочинуваат финансиските текови. Според тоа, финансиските текови се текови на циркулација на парите, акумулацијата, штедењето меѓу еден и друг субјект во рамките на еден сектор, меѓу два сектора и меѓу повеќе сектори, при што еден од тие сектори врши улога на трансмисионен механизам на циркулација (Јовановски, 1993). Помеѓу секторите во економијата можат да се одвиваат и билатерални и мултилатерални финансиски текови кои се остваруваат на директен или индиректен начин. Со користењето на финансиските инструменти во финансиските текови се остварува

движење на акумулацијата, а преку тоа се обезбедува и финансирањето на општествениот производ. Во услови на пазарна економија, деловните субјекти се независни во креирањето на сопствената деловна политика, а во таа смисла и во стратегијата на финансискиот левериџ. Според основните законitosti на финансискиот пазар, економските агенти со суфицитарни финансии ( $s > i$ ), кај кои нивото на штедење е поголемо од нивото на инвестирање, ги пласираат своите средства на пазарот на пари или на пазарот на капитал, каде што како купувачи се јавуваат дефицитарните економски агенти ( $s < i$ ). При тоа парите, капиталот и девизите како пазарни категории во форма на финансиски инструменти се каналзираат преку посредничките финансиски институции (банки, берзи, штедилници, инвестициони фондови, осигурителни компании, пензиски друштва итн.).

#### 2.4. ШТЕДЕЊЕТО, ИНВЕСТИЦИИТЕ И МАКРОЕКОНОМСКАТА РАМНОТЕЖА

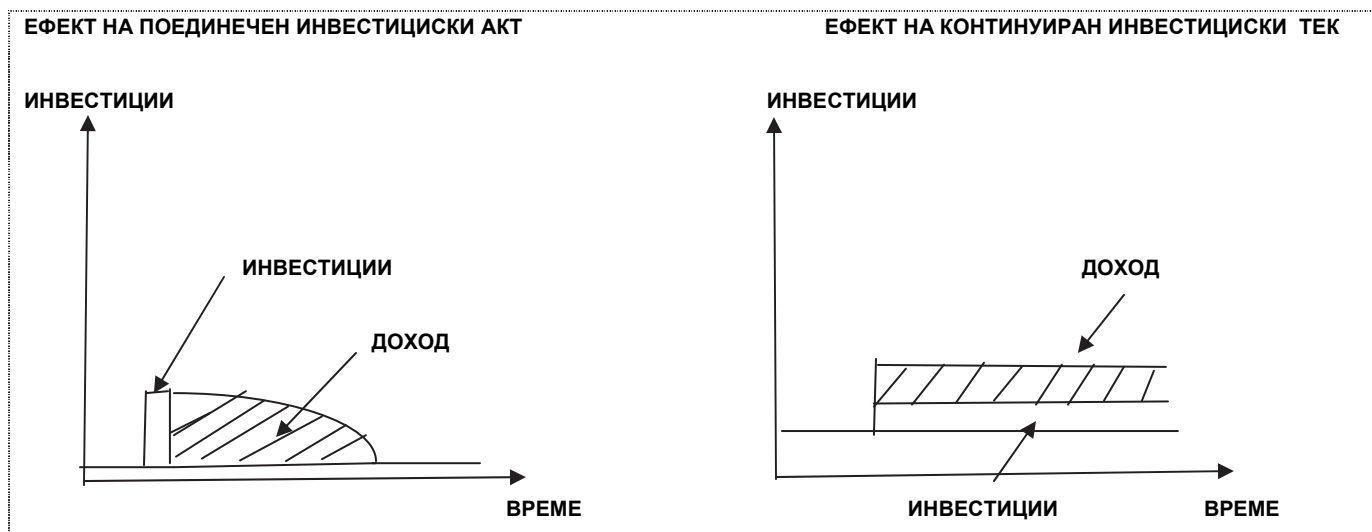
Штедењето претставува одложена тековна потрошувачка во идна, со цел остварување на поголеми користи во иднина. Затоа за секоја пазарна економија, штедењето има есенцијално значење, бидејќи преку него се ослободуваат средства кои можат да бидат алоцирани за зголемување на производните капацитети и за стимулирање на целокупниот економски раст и развој, токму затоа што овие ресурси нема да бидат користени само за производство на добра за тековна потрошувачка туку и за инвестициони добра. Обемот на штедење кај индивидуалните субјекти е функција од многубројни фактори, вклучувајќи го износот на тековните и очекуваните приходи, залихите на добра кои ги чуваат поединците, висината на каматните стапки, инфлаторните очекувања и други варијабли, а нивото на оптимално штедење во економијата зависи од динамиката на развојната политика и од преференциите на економските агенти. Инвестициите пак од друга страна, претставуваат долгорочни

вложувања на капитал. Времето кое е потребно да се постигнат целите на економскиот развој и нивото на штедење се во обратнопропорционална зависност. Но факт е дека динамиката на економскиот развој на една земја, не е функција единствено на нивото на штедење туку и на ефикасноста на секторската алокација на инвестициите.

Во макроекономската теорија, во рамки на пристапот на Кејнз, преку односот на штедењето и инвестирањето се објаснува и општата состојба на економска рамнотежа или на економска нерамнотежа во која се наоѓа економијата, што пак од друга страна е условено од квантитативното поклопување или непоклопување на инвестициите и штедењето. При тоа, препознатливи се три состојби на макроекономско ниво: состојба на економска рамнотежа: кога постои квантитативно поклопување на заштедите и инвестициите ( $S=I$ ), состојба на економска нерамнотежа: која е проследена со дефлација и невработеност, кога инвестициите се во помал обем од заштедата ( $S>I$ ) и состојба на нерамнотежа: кога заштедите се помали од инвестициите, проследена со инфлација и нестабилност ( $S<I$ ).

Со раздвојувањето на актот на штедењето и инвестирањето, преку вклучување на финансиските посредници помеѓу штедачите и инвеститорите во овој процес, системот на инвестирање станува многу сложен. При тоа, станува невозможно едноставното, непосредно квантитативно совпаѓање (по автоматизам) на штедењето и инвестициите, што наметнува потреба од сеопфатна макроекономска политика во таа насока. Графичкиот приказ подолу ги илустрира ефектите што поединечниот акт на инвестирање, како и континуираниот инвестиционен тек, ги имаат врз растежот на доходот.

### ГРАФИКОН БР.4: ВЛИЈАНИЕТО НА ПОЕДИНЕЧНИОТ ИНВЕСТИЦИОНЕН АКТ И НА КОНТИНУИРАНОТО ИНВЕСТИРАЊЕ ВРЗ ДОХОДОТ



Извор: Несторовски, М. (2005)-Економија на инвестиции, Економски факултет, УКИМ, 2005

Штедењето и инвестициите во сметките на националниот доход (под претпоставка за затворена економија) се еквивалентни на збирот од приватното и јавното штедење, или:

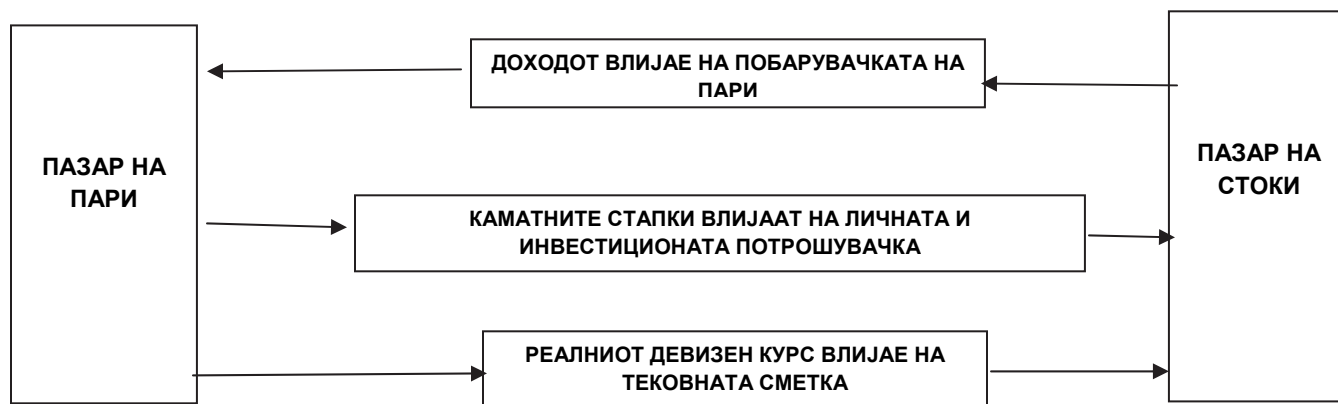
$$S = (Y - I - C) + (T - G)$$

каде што (C) е личната потрошувачка, (I) е инвестициона потрошувачка, (G) е јавната потрошувачка и (T) буџетските приходи.

#### 2.5. ОПШТАТА МАКРОЕКОНОМСКА РАМНОТЕЖА ПРЕТСТАВЕНА ПРЕКУ МОДЕЛОТ НА МАНДЕЛ И ФЛЕМИНГ И ЛИНИЈАТА НА ФИНАНСИСКА ИНТЕГРАЦИЈА

Состојбите на финансискиот пазар и на пазарот на стоки интерактивно си влијаат една на друга. Додека нивото на доход влијае на нивото на побарувачка на пари (при дадени понуда на пари и каматни стапки), висината на каматните стапки и девизните курсеви влијаат на нивото на агрегатната побарувачка.

## ГРАФИКОН БР. 5: ОПШТА МАКРОЕКОНОМСКА РАМНОТЕЖА



Извор: Burda, M. and Wyplosz, C. (2001)- *Макроекономска анализа*, Ina Komerc, 2001, стр. 264

За да се претстави моделот на рамнотежа на Мандел и Флеминг кај отворена економија, потребно е најпрвин да се дефинираат IS и LM кривите и линијата на финансиска интеграција.

IS кривата има лев надолен наклон и ја претставува негативната поврзаност помеѓу номиналната каматна стапка и врамнотеженото производство т.е. реалниот БДП кои се конзистентни со пазарот на стоки. При намалување на каматната стапка доаѓа до пораст на личната и инвестиционата потрошувачка како резултат на намалената каматна односно дисконтна стапка, зголеменото богатство и намалениот трошок на капитал. При тоа нерамнотежата настанува кога при дадени нивоа на производство или каматни стапки, посакуваната побарувачка не е еднаква на производството т.е. сите точки кои се наоѓаат десно од IS кривата се состојби на макроекономска нерамнотежа генерирана од вишокот на понуда на стоки наспроти недоволната побарувачка и обратно, сите точки кои лежат од левата страна на оваа крива зборуваат за нерамнотежа настанат како резултат на вишокот на побарувачка на стоки. Сè додека егзогените варијабли ( како на пример фискалната политика и јавното трошење, цените на хартиите од вредност ) остануваат непроменети, IS кривата не може да се поместува на лево или на десно т.е. ја претставува границата на економијата.

LM кривата има десен наклон и растечки тренд затоа што ја претставува позитивната поврзаност помеѓу реалниот БДП т.е. доходот и каматните стапки со кои пазарот на пари е во рамнотежа (при дадено ниво на цени и егзогени варијабли). Растот

на БДП при непромената каматна стапка, води кон раст на побарувачката за пари. Во таа смисла, сите точки кои се наоѓаат десно од LM кривата зборуваат за нерамнотежна состојба иницирана од вишокот побарувачка на пари и враќањето во рамнотежната состојба бара раст на каматната стапка или намалување на БДП и обратно, сите точки кои лежат лево од оваа крива, рефлектираат вишок на понуда на пари и потреба од намалување на каматната стапка и раст на доходот и производството. До поместување на LM кривата на десно би дошло доколку дојде до промена на некоја од егзогените варијабли како на пример, при раст на реалната понуда на пари (раст на номиналната понуда на пари или пад на ценовното ниво) и/или при раст на трансакционите трошоци.

Функцијата на примарната тековна сметка преку пазарот на стоки и услуги односно нивната размена, ја детерминира врската на една мала и отворена економија со остатокот на светот. Доколку претпоставиме дека странската стапка на принос  $i^*$  (принос на едно евро инвестирано во странство) како егзогена варијабла е константна, тогаш евентуалната апрецијација на домашната валута би значела намалена вредност на странските средства изразени во домашна валута и загуба на капиталот на домашните држатели на странски средства, како и обратно. Во таа смисла вкупниот принос на девизни средства е детерминиран од каматната стапка и добивката или загубата на капиталот.

Во меѓународни рамки, кога постои целосна слобода на движење на капиталот и совршена заменливост на домашните и странските средства, невозможно би било за исти средства (во поглед на рочност и ризик) да имаме различен принос во одделни земји. Финансиските институции ширум светот будно ја следат секоја состојба на меѓународниот финансиски пазар и во потрага по сопствениот профит и оплодување на капиталот, ја елиминираат секоја разлика во приносите на меѓународно ниво. Реалниот девизен курс ( $\lambda$ ) е дефиниран како сооднос на домашните ( $P$ ) и странските цени ( $P^*$ ) изразени во иста валута, при што  $E$  е номиналниот девизен курс:

$$\lambda = EP^*/P$$

Притоа, стапката на промена на реалниот девизен курс е збир од стапката на номинална депрецијација ( $\Delta E/E$ ) и странската стапка на инфлација ( $\Delta P^*/P^*$ ) минус домашната стапка на инфлација ( $\Delta P/P$ ), или:

$$\Delta\lambda/\lambda = \Delta E/E + \Delta P^*/P^* - \Delta P/P$$

На долг рок реалниот девизен курс го движат реални фактори, како што се релативната продуктивност, акумулираната надворешна нето позиција и потребата да се задоволи националното буџетско ограничување. Според равенката на Фишер:

$$R = i - \pi^e$$

реалната каматна стапка е еднаква на разликата помеѓу номиналната каматна стапка ( $i$ ) и очекуваната стапка на инфлација ( $\pi^e$ ). Реалниот девизен курс е константен кога номиналниот девизен курс депресира по стапка еднаква на разликата помеѓу домашната и странската стапка на инфлација. Кога реалниот девизен курс е константен, земјата со повисока стапка на инфлација од остатокот на светот, мора да има валута што депресира, додека земја со ниска стапка на инфлација ќе има апрецирачка валута. Или емпириски го прикажуваме **паритетот на каматните стапки** каде :

$$R - \pi = R^* - \pi^* \quad \text{или:}$$

$$R - R^* = \pi - \pi^* \quad \text{односно:}$$

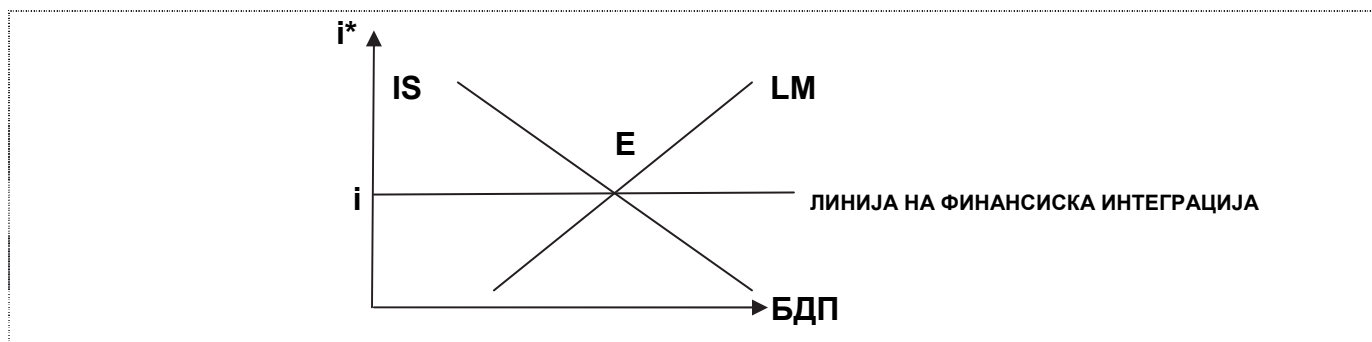
$$i = i^*$$

што значи дека на светско рамниште, разликите помеѓу домашната реална каматна стапка ( $R$ ) и надворешната реална каматна стапка ( $R^*$ ) е еднаква на разликата помеѓу нивоата на цените во домашната економија ( $\pi$ ) и во странство ( $\pi^*$ ). Рамнотежата  $i = i^*$  го одразува нивото на каматната стапка на меѓународниот пазар на пари како принос на странските средства, вклучувајќи можни капитални добивки или загуби, предизвикани од промените на девизниот курс. Линијата на финансиска интерграција го претставува нивото на каматната стапка на меѓународниот пазар на пари, под претпоставка на перфектна мобилност на капиталот и ефикасни финансиски пазари.

Сумирањето на сликата за макроекономската рамнотежа го правиме уште под претпоставка, дека цените и платите се ригидни и дека агрегатната понуда пасивно се прилагодува на агрегатната побарувачка. При тоа доаѓаме до пристапот на Мандел и Флеминг за кејнзијанска макроекономска рамнотежа, кога линиите на рамнотежа на пазарот на стоки и услуги, пазарот на пари и меѓународната финансиска интеграција се сочелуваат во точка  $E$  (види графикон).



**ГРАФИКОН БР.6: ОПШТА МАКРОЕКОНОМСКА (КЕНЗИЈАНСКА) РАМНОТЕЖА:  
МАНДЕЛ-ФЛЕМИНГОВ МОДЕЛ**



Извор: Burda, M. and Wyplosz, C. (2001)- *Макроекономија, Ina Komerc*, 2001, стр. 273

## 2.6. ЗАКОНОТ НА ОКУН И ФИЛИПСОВАТА КРИВА НА КРАТОК И НА ДОЛГ РОК

Според законот на Окун, во констелација на услови кога економскиот раст  $Y$  забавува, невработеноста  $U$  се зголемува а кога производот расте во однос на трендот на неговиот потенцијален раст  $\bar{Y}$ , невработеноста има опаѓачки тренд. Оваа функционална поврзаност е прикажана низ следнава равенка:

$$U - \bar{U} = -g (Y - \bar{Y})$$

каде што  $\bar{U}$  ја претставува врамнотежената стапка на невработеност. Ако на долг рок производството е условено од расположливиот капитал, економските ресурси, работната сила и современата технологија (know-how), на краток рок, поради флукуациите на побарувачката, флукуира и производството како рефлексивна на прилагодувањето на реалниот сектор преку поголемо ангажирање или намалување на работната сила.

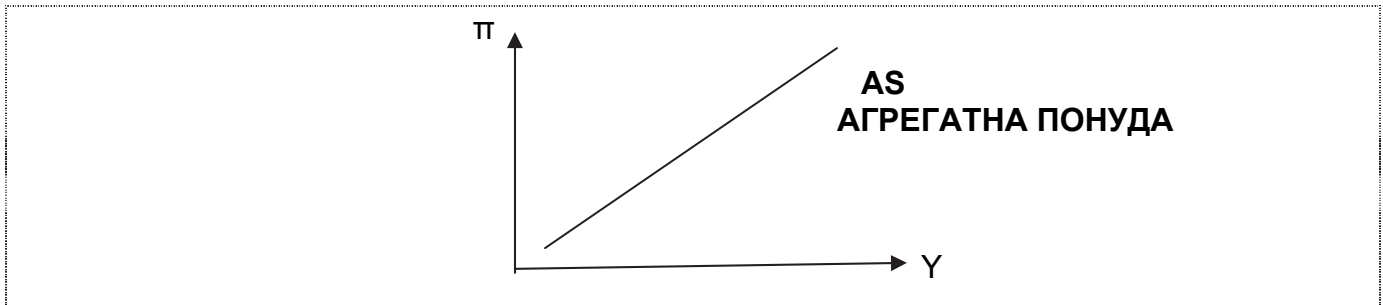
## ГРАФИКОН БР.7: КРИВАТА НА ОКУН



Извор: Burda, M. and Wyplosz, C. (2001)- *Макроекономја, Ina Komerc*, 2001, стр.292

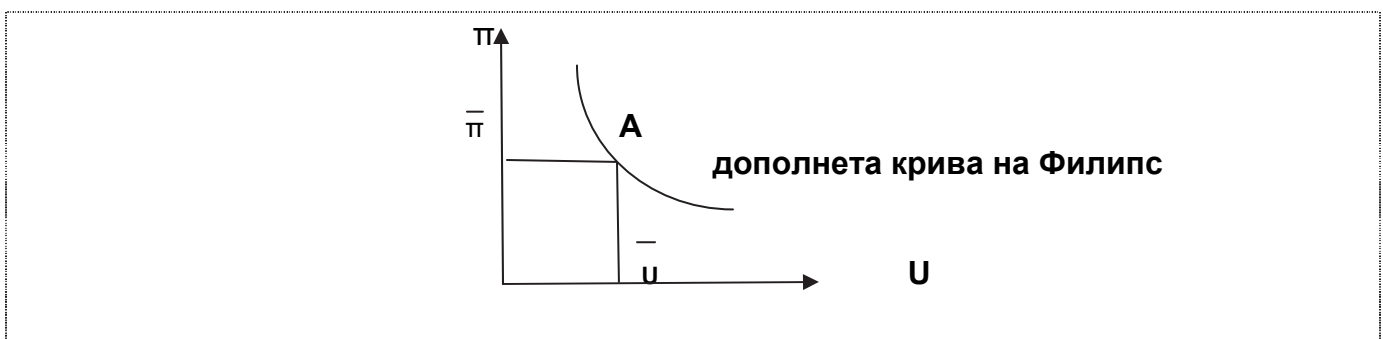
А. В. Филипс, претставувајќи ја стапката на пораст на номиналните плати и инфлацијата предизвикана од овој пораст во Велика Британија за периодот 1861-1957 година и споредувајќи го овој тренд со трендот на стапката на невработеност, дошол до заклучок (и покрај неколкуте големи отстапувања), дека помеѓу нив постои силна негативна корелациона поврзаност. Притоа, помеѓу економистите во светот беше прифатено дека филипсовата крива претставува своевидно мени за економските власти, на кое што може да избираат помеѓу нивоата на стапката на инфлација и стапките на невработеност.

Комбинирањето на кривата на Окун и кривата на Филипс ја дефинираат кривата на понудата, според која е потребно инфлацијата да се зголеми за да се поттикне растот на производството. Но сепак, останува фактот дека, доколку дојде до паралелно зголемување на цените и платите, реалните каматни стапки, реалните плати и реалниот девизен курс ќе останат непроменети.

**ГРАФИКОН БР.8: КРИВА НА ПОНУДА (КРИВАТА НА ОКУН + КРИВАТА НА ФИЛИПС)**

Извор: Burda, M. and Wyplosz, C. (2001)- *Макроекономска анализа, Ина Комерс, 2001, стр.294*

Подоцна, со појавата на нафтените шокови и појавата на феноменот на економска стагфлација (високи цени пропратени со силна рецесија и невработеност), се чини дека монетаристите на чело со Милтон Фридман успеаја да ги победат Филипс и кејнзијанците во делот на (не)функционирањето на законот на Филипс. На долг рок нивото на невработеноста е на најзината урамнотежена стапка, а производот на неговата патека на тренден пораст. При тоа, и кривата на агрегатната понуда и кривата на Филипс се вертикални и како што производството е определно од реалните фактори во економијата, инфлацијата е определена од монетарниот раст, независно од нивото на производството или од невработеноста. Огромното внимание и полемиките кај светските економисти околу филипсовата крива, подоцна продуцирале со нејзина дополнета верзија.

**ГРАФИКОН БР.9: ДОПОЛНЕТА КРИВА НА ФИЛИПС**

Извор: Burda, M. and Wyplosz, C. (2001)- *Макроекономска анализа, Ина Комерс, 2001, стр.303*

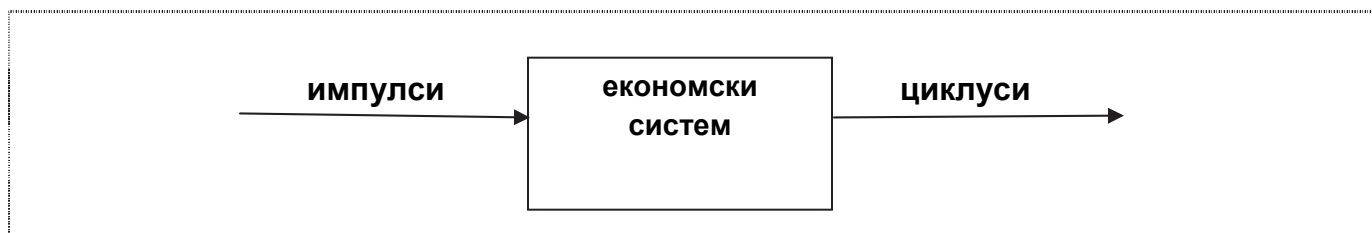
Дополнувањето на оваа крива, која потсетува на првичната филипсова крива, се состои во тоа што нејзината позиција е детерминирана од точка А односно од стапката на трајната инфлација и од стапката на врамнотежената невработеност. Точката А на оваа крива претставува состојба во која, остварената инфлација е на нивото на нејзината трајна стапка и каде невработеноста е еднаква на нивото на нејзината врамнотежена стапка. Секоја точка над точката А ќе покаже состојба во која невработеноста е ниска (под нејзиното врамнотежено ниво), а инфлацијата е повисока од нивото на трајна (врамнотежена) инфлација и обратно. Трајната стапка на инфлација и врамнотежната невработеност можат да се менуваат со текот на времето при што доаѓа до поместување на точка А и филипсовата крива.

## **2.7. СТИЛИЗИРАНИ ФАКТИ ЗА ЕКОНОМСКИТЕ ЦИКЛУСИ И ПОТРЕБАТА ОД АНТИЦИКЛИЧНА МАКРОЕКОНОМСКА ПОЛИТИКА**

Историската анализа на динамиката на растот на БДП, покажала дека истиот има тенденција на пораст, но на еден флукуирачки и нерамномерен начин. Цикличните промени на растот на БДП во траење од 5 до 10 години во економската теорија се познати како *економски циклуси*. Тие во просек ретко отстапуваат повеќе од 2% до 5% од производот. Овие флукуации на производството се придружени со флукуации и на многу други макроекономски варијабли. За анализа на економските циклуси се користени два економски приода на: *детерминистички создадени циклуси* и *стохастички создадени циклуси*, при што пошироко прифатено е кибернетското гледиште дека циклусите претставуваат трансформација на случајни шокови низ времето. Механизмот на пренесување на импулсите ги трансформира случајните шокови во поправилни флукуации, а клучно е постоењето на временските заостанувања на реакцијата на клучните економски варијабли спрема нивните детерминанти. Кејнзијанското гледиште на ригидни цени на краток рок е пример за рамка на пренос на импулси. Се потпира на временското заостанување на реакциите на

побарувачката кон БДП и на движењето на трајната кон стварната инфлација. Оваа рамка, позната и како *AS-AD рамка*, ја потенцира разликата помеѓу шоките на побарувачката и на понудата. Во рамки на теориите за економски циклуси засновани врз ригидноста на цените е и *теоријата на реални економски циклуси*, која како канали за пренос на импулсите ги дефинира акумулацијата на капиталот и меѓувременската супституција на слободно време, притоа третирајќи ги како случајни и егзогени варијабли на продуктивноста. AS-AD рамката има тешкотии во објаснувањето на процикличните продуктивност и каматни стапки, а ги објаснува варијабилноста на невработеноста и можната краткорочна ригидност на цените, за разлика од другата теорија, која има потешкотии во објаснувањето на варијабилната невработеност, но се потпира на совршената флексибилност на цените и на флукуациите како најдобар можен одговор на променливиот амбиент.

#### ГРАФИКОН БР.10: МЕХАНИЗАМ ЗА ПРЕНОС НА ИМПУЛСИ



Извор: Burda, M. and Wyplosz, C. (2001)- *Макроекономска теорија*, Ina Komerc, 2001, стр.349

Притоа во рамки на стилизираните факти за економските циклуси ќе ги прикажеме:

- *Стилизиран факт 1:* Во напредните економии, растот на реалниот БДП флукуира на повторувачки, но неправилен начин, со просечна времетраење-должина на циклусот од пет до осум години;
- *Стилизиран факт 2:* измерена во однос на просечниот БДП и во споредба со процесот на растеж, амплитудата на флукуациите на економскиот циклус е мала;
- *Стилизиран факт 3:* Компонентите на потрошувачката на приватниот сектор се проциклични, додека во просек потрошувачката на државата е ациклична;
- *Стилизиран факт 4:* Некои варијабли по правило му претходат на БДП во текот на циклусите (залихи, искористеност на капацитетите, цени на акциите, реален квантум пари), додека други (инфлација, невработеност) временски заостануваат.

Останатите варијабли (каматните стапки) коинцидираат со промените на БДП во рамките на циклусот;

- *Стилизиран факт 5:* Инвестициите, посебно оние во залихи се поваријабилни, а потрошувачката е помалку променлива во однос на БДП. Извозот и увозот се мошне променливи, додека набавките на државата се релативно ациклични.<sup>29</sup>

Експанзиите и контракциите кај економските циклуси, причините за нивното создавање како и начинот на нивно однесување се предмет на опсежни анализи и обсервации кај многу економисти и кај економските власти ширум светот. Сферите на овој интерес имаат оправданост при дефинирањето на антицикличните макроекономски политики во националните економии. При тоа, во услови на рецесија, експанзивната фискална политика го користи својот расположлив инструментариум во функција на зголемување на домашната побарувачка, а експанзивната монетарна политика (во рамки на националната констелација на можности) дејствува во насока за вбризгување на соодветен степен на ликвидност во националната економија. Во обратна насока, кога имаме состојба на коњуктура, се спроведува рестриктивна макроекономска политика.

## 2.8. ОСНОВНИТЕ ФИНАНСИСКИ И МАКРОЕКОНОМСКИ АСИМЕТРИИ ПОМЕЃУ РАЗВИЕНИТЕ ЗЕМЈИ И ТРАНЗИЦИОНИТЕ ЕКОНОМИИ

Динамиката на економските циклуси е длабоко генерирана од функционирањето на финансиските пазари, но исто така и од некои основни асиметрии на светската економија, кои во голема мера се окарактеризирани со позицијата на центар-периферија. Кај финансиските пазари овие асиметрии се рефлектираат во три основни факти<sup>30</sup>:

<sup>29</sup> Burda, M. and Wyplosz, C. (2001)- *Макроекономија*, превод од европски текст, Ina Komerc, 2001

<sup>30</sup> Ocampo Jose Antonio (2004)- „A Broad View of Macroeconomic Stability,, at the *Universal forum for cultures*, Barcelona, 2004

**а)** Немоžност на повеќето земји за издавање на обврските во нивните домашни валути, феномен познат како „оригинален грев“ (Eichengreen и други, 2003; Hausman и Panizza, 2003) и процикличниот прилив на капитал;

**б)** Огромни разлики во степенот на развиеност на домашниот финансиски систем ( посебно на пазарот на капитал) споредбено со оние на развиените земји, што доведува и до плитки, несофистицирани и помалку ефикасни финансиски системи и недоволна понуда на долгорочни финансиски инструменти и

**в)** Малиот обем на земјите во развој, малиот капацитет на нивните пазари наспроти големината на шпекулативни притисоци со коишто истите можат да се соочат.

Тоа значи дека финансиските пазари на транзиционите економии и на земјите во развој се со недоволен капацитет самите да овозможат поддршка на реалниот сектор и на општествениот раст и развој, па како резултат на тоа, тие се нужно упатени на меѓународните пазари. Ова упатува на заклучокот дека интеграцијата во меѓународните финансиски пазари е интеграција помеѓу нееднакви партнери. Овие финансиски асиметрии, од друга страна се трансформираат во проциклични притисоци и во макроекономски асиметрии, што посебно се одразува на капацитетот на властите да преземат контра-циклични макроекономски политики. Индустијализирани земји, чии домашни валути воедно се и меѓународни валути, имаат поголеми степени на слобода за преземање на контра-циклични макроекономски политики со цел обезбедување на стабилизационен одговор на пазарите. Земјите кои одржуваат фиксни девизни курсеви, неизвесноста од надворешните приливи на краткорочните капитални текови, ја намалуваат со истовремена акумулацијата на девизните резерви во функција на одбрана на девизниот курс, но овој начин повлекува високи национални трошоци и загуби. Исто така, ризиците со кои се соочува домашниот финансиски систем може да се намалат со воведување и спроведување на построги прудентни регулативи врз домашните финансиски активности во споредба со меѓународните БАЗЕЛ стандарди, но ова ги зголемува трошоците на финансиско посредување и може да го ограничи влезот на пазарот на нови финансиски институции и да го инхибира развојот на нови финансиски инструменти и услуги.

Кај економиите со валутна неусогласеност во нивниот платен биланс, нестабилноста на капиталната сметка и трговскиот дефицит се во сенка на ефектите од флукуациите на девизниот курс. Во такви случаи, контрацикличните монетарна (доколку дозволува режимот на девизен курс) и фискална политика би можеле, во принцип, да се спротистават на овие про-циклични ефекти во земјите во развој.

Многу земји во развој, вклучувајќи ги дури и големите и брзорастечки економии како што се Кина и Индија, со цел да се заштитат од неизвесноста на капиталните приливи и одливи, ги практикуваат традиционалните капитални контроли. Овие капитални контроли во основа функционираат врз принципот на сегментирање на домашните и странските пазари на капитал преку правила, кои се разликуваат за резиденти и нерезиденти. Друг модел користен од некои од земјите што спроведуваат капитални контроли, претставува и воведувањето на даноци за прилив и/или одлив на капитал (Осамро, 2004).

Диспаратот во нивоата на развојот на развиените во однос на земјите во развој сè повеќе се продлабочува и додека некои од земјите скоковито конвергирале кон нивото на развиените земји, други остануваат фрлени на светките маргини. Се разбира дека овој јаз (од некои мислителите наречен како *неоколонијализам*), претставува закана за стабилноста и развојот на меѓународната економија. Постојат повеќе економски, историски, културни, политички причини за ваквата слика на современиот свет. Меѓу нив се вбројуваат и неуспешното вклопување на помалку развиените земји во меѓународната размена на стоки и во меѓународните капитални текови. Наоѓајќи се пред трилемата независна монетарна политика, стабилен (фиксен) девизен курс и слободно движење на капиталот, (при што истовремено можат да бидат остварени само две од трите цели), се соочуваат со дефицитарни девизни резерви, апрецирани домашни валути, лоша трговска размена, дефицит во платниот биланс, стагнантни стапки на раст на БДП, структурни проблеми, висока невработеност, сиромаштија итн. Како дел од стилизираните факти за пресекот на макроекономската состојба кај економиите во развој и транзитивните економии, во широката литература се наведуваат: проблемот со инфлаторни притисоци, висок буџетски дефицит, остри бизнис циклуси поврзани со континуираната нестабилност на капиталната сметка, дефанзивни микроекономски



стратегии итн. Притоа се подвлекува фактот дека, од неопходна важност е да се намали макроекономската нестабилност преку интегриран одговор не само на националните политики кај овие земји, туку уште повеќе, да се реализираат и регионални и меѓународни стратегии во таа насока. Во рамки на политиките на внатрешен одговор, се предлагаат флексибилна макроекономска политика со среднорочна фискална рамка заснована на структурни цели, антициклична монетарна политика, флексибилен девизен курс, подобрување на рочноста на внатрешниот и надворешниот долг, продлабочување на финансискиот систем, силна и сеопфатна финансиска регулација и супервизија, јакнење на улогата на регионалните финансиски институции, воспоставување на мрежа на регионални банки за развој, креирање на резервни фондови, воспоставување на регионални макроекономски таргети, поголема политичка координација, итн. Во насока на ефикасно спроведување на овие задачи и политики, потребно е да се имаат предвид трошоците на макроекономската нестабилност и како долгорочни цели да се воспостават стабилниот и одржлив раст и развој, зголемување на вработеноста и воопшто поголема искористеност на капиталот и расположливите ресурси, обезбедување на врамнотежен платен биланс, регионално поврзување, намалување на сиромаштијата итн. Освен тоа, се акцентира дека не треба да се занемарат и потребата и значењето од меѓународни финансиски реформи во смисла на сеопфатен превентивен надзор, поголем проток на информации и прудентна регулатива на финансиските пазари, дефинирање на кредитор во крајна инстанца на меѓународно ниво, креирање на мултилатерални механизми за справувања со долговите и солвентноста кај земјите со должнички проблеми, создавање на услови кај земјите во развој за независен избор на режим на девизен курс и регулатива за капиталната сметка, поголема застапеност на земјите во развој и транзиционите економии во телата на меѓународните финансиски институции, креирање на мрежа на регионални резервни фондови, регионални развојни банки и мрежа за надзор при спроведувањето на овие макроекономските политики.

## 2.9. КОНЦЕПТОТ НА МАКРОФИНАНСИСКА СТАБИЛНОСТ

И покрај сè порapidниот раст и развој на економската мисла и кумулираниот светки фонд на економско знаење за доктрините на економскиот раст и развој, за моделите на макроекономска рамнотежа, за формите на макроекономските политики, за причините и последиците од големите економски рецесии, факт е дека светот и ден денес пишува историја за глобални кризи. Глобалната економска криза којашто започна на еден релативно ограничен сегмент на американскиот пазар на недвижности и се трансформираше најпрво како проблем на неликвидност, а подоцна и на несолвентност кај неколку инвестициони гиганти во САД, за кратко време се пренесе на светско рамниште и ги исправи економските власти во земјите како и меѓународните финансиски институции, пред огромниот предизвик за справување со налетите на новата глобална рецесија.

Во таа насока, најпрвин беа спроведувани стратегии на експанзивна монетарна политика со цел обезбедување на потребното ниво на ликвидност во економиите (што набрзо се покажа неуспешно), за потоа да бидат преземени мерките на експанзивната фискална политика за раст на агрегатната побарувачка, но и за спасување на големите финансиски компании. Како и да е, денес светот се соочува со проблемот на високи јавни долгови кај некои од државите, високи и неодржливи буџетски дефицити, економии пред банкрот и должничка криза. Сето тоа набрзо ја повлече потребата од координирана регулацијата и супервизија на финансиските институции како и за фискална консолидација и координација. Појавата на глобалната економска криза ги истакна слабостите во макроекономските и регулаторните политики, како и на пазарните неуспеси кои придонесоа за ефектуирање на системските ризици. Во овој контекст на глобални случувања, а поаѓајќи од клучноста на улогата на финансиските институции при создавањето и прелевањето на кризата, се појавува и концептот на *макрофинансиска стабилност*. Овој глобален фокус на внимание врз улогата и влијанието на финансискиот систем, тендира, преку одговорот на бројните прашања што се наметнаа со појавата на оваа криза, да создаде и нови стратегии, инструменти и механизми за воспоставување на меѓународната финансиска стабилност.

Тековната криза го подвлече фактот дека некои земји имаат финансиски системи, кои се „премногу големи“ во споредба со големината на домашната економија. Како илустрација се истакнува американскиот финансиски систем кој во текот на последните три децении растеше шест пати побрзо од номиналниот БДП и според некои економисти „наместо да бидат слуга, финансиите станаа господар на економијата“<sup>31</sup>. Minski (1974)<sup>32</sup> и Kindleberger (1978)<sup>33</sup> ја потенцираа врската помеѓу финансите и макроекономската нестабилност и напишаа опширно за финансиската нестабилност. Rajan (2005) дискутира за опасноста од финансискиот развој и укажува на тоа дека присуството на големи и сложени финансиски системи ја зголемува веројатноста за „катастрофална криза“.<sup>34</sup> Во уште поновото истражување, Gennaioli et al. (2010)<sup>35</sup> покажуваат дека, некои финансиски иновации можат да ја зголемат финансиската нестабилност. Резултатите од истражувањето на Arcand, Berkes и Panizza во 2011 година, покажуваат дека маргиналниот ефект на финансискиот развој врз растот на производството станува негативен, кога кредитите кон приватниот сектор надминуваат 110% од БДП. Овој резултат е добиен низ различни видови на пресметки (едноставни регресии и полу-параметарски проценки) како и податоци на национално ниво и на ниво на индустријата. Прагот кој е добиен како граница над која, финансискиот развој започнува да има негативно влијание врз растот е сличен на прагот на кој Easterly et al. 2000 утврдил дека финансискиот развој започнува да генерира нестабилност.<sup>36</sup> Исто така, бројни тестови и истражувања покажуваат дека големината на финансискиот систем одигра важна улога во засилување на последиците од глобалната рецесија, која уследи по пропаѓањето на Lehman Brothers во септември 2008 година.

Брзиот кредитен развој како поддршка на инвестициите и потрошувачката може да придонесе за долгорочно финансиско продлабочување и долгорочен економски раст.

<sup>31</sup> Martin Wolf (2008)- *Fixing Global Finance: How to Curb Financial Crises in the 21st Century*, The Johns Hopkins University press, 2008

<sup>32</sup> Hyman P. Minsky (1974)-, „Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster“, *Research Staffs of the Board of Governors of the Federal Reserve Banks*, 1974

<sup>33</sup> Kindleberger, Charles P. Manias (1978)- *Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, 1<sup>st</sup> edition, New York: Basic Books, 1978

<sup>34</sup> Raghuram G. Rajan (2005)-, „Has Financial Development Made the World Riskier?“, *NBER Working Paper No. 11728*, 2005

<sup>35</sup> Nicola Gennaioli, Andrei Shleifer and Robert Vishny (2010)-, „Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility“, *Final draft, December, UPF and CREI, Harvard University, and University of Chicago*, 2010

<sup>36</sup> Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes and Ugo Panizza (2011)-, „Too Much Finance?“, *IMF working paper, WP/12/161*, 2011

Но, исто така брзиот кредитен раст може да биде проследен со олабавени кредитни анализи, создавање на ценовни меури и да предизвика финансиска криза чија цена може да ги надмине самите придобивки од економската коњуктура и брзиот кредитен раст. Иако овие ризици долго време беа признати, сè до избувнувањето на глобалната економска криза не им беше посветено потребното внимание. Историјата на економската мисла бележи дека брзиот кредитен развој бил предвесник на најголемите банкарски кризи во изминатите три декади. Илустрација за тоа се кризата во Чиле во 1982 година и кризите во Финска, Данска, Норвешка и Шведска во 1990-1991 година, додека во рамки на земјите кои беа најтешко погодени од глобалната економска криза 2008 а како резултат на кредитниот бум се издвојуваат Исланд, Ирска, Латвија, Шпанија и Укарина. Dell'Ariscia et al. (2012) во своето истражување<sup>37</sup> согледуваат дека кредитните бумови се често предизвикувани од финансиските реформи (околу 2% од бумовите следат или се совпаѓаат со ваквите политики) и либерализацијата на капиталните сметки (околу една третина од бумовите следат или се совпаѓаат со финансиската либерализација и приливите на капитал) и тендираат да се појават со поголема веројатност во земјите со фиксни девизни курсеви и со слаба банкарска супервизија. Имено во овие земји, монетарната политика е насочена кон одржување на стабилноста на фиксниот девизен курс и пониските меѓународни каматни стапки може да повлечат и пониска домашна каматна стапка (т.е. намалена цена за задолжување), што е еден од условите за поттикнување на домашниот кредитен раст. Исто така, студиите покажуваат дека брзиот кредитен раст започнува во текот или после период на конфузен економски раст т.е. заостанувањето на растот на БДП е позитивно поврзан со веројатноста за генерирање на кредитен бум во дадена земја. Тие подвлекуваат дека не сите кредитни бумови се лоши, туку дека само една третина завршуваат со финансиска криза и укажуваат на потешкотијата добрите кредитни бумови да се издвојат од лошите. За лоши кредитни експанзии се сметаат оние кај кои постои исполнетост на еден од двата услови: ако кредитниот бум е проследен со банкарска криза во рок од три години од крајот на кредитниот бум; и/или ако е поврзан со рецесија или раст на БДП под нивото

<sup>37</sup> Giovanni Dell'Ariscia Igan, Luc Laeven and Hui Tong, Bas Bakker and Jerome Vandenbussche (2012)-, „Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms, *IMF staff discussion note, SDN/12/06*, 2012

на неговиот среднорочен раст. *Централните банки на земјите во својата основна мисија за одржување на стабилно ниво на цени, беа најмногу фокусирани на каматните стапки, а помалку на монетарните агрегати. Истовремено, регулаторната политика фокусирана на индивидуалните финансиски институции не беше спремна да се справи со динамиката на кредитните агрегати. Регулаторите сметаа дека е подобро да се справуваат со економските рецесии, отколку да се обидат да ја спречат кредитната експанзија, заради неможноста да се разликуваат лошите од добрите кредитни бумови.* Помеѓу економистите на светско рамниште е постигнат консензус околу тоа дека, опасноста што со себе ја носи брзиот кредитен развој е премногу голема за да биде оставена сама на себе, но за сметка на тоа сè уште не е постигнат консензус за тоа, што треба да биде соодветен одговор на политиките и кога да се интервенира.

Кредитен бум претставува состојба кога кредитната динамика бележи позитивни отстапувања од долгорочниот тренд и притоа се акумулира висока кредитна изложеност во економијата.

**Стилизирани факти кои го карактеризираат брзиот кредитен раст се** (Dell’Ariccia et al., 2012):

- Во просек кредитните бумови траат три години, а односот кредити/БДП расте околу 13% годишно, или раст за пет пати поголем во однос на просечниот раст на годините кога не е кредитен бум;
- Брзиот кредитен раст не е неодамнешен феномен, но бројот на држави во кои е регистриран кредитниот бум бележи нагорен тренд од осумдесетите години т.е по отпочнувањето на финансиската либерализација и дерегулација, како и по финансиските реформи поврзани со влезот во ЕУ;
- Во просек реалниот раст на БДП во текот на кредитниот бум ја надминува стапката на раст на БДП регистрирана за време на некрдитен бум за 2%;
- За време на кредитен бум тековната сметка се влошува за околу 1% од БДП на годишно ниво а забележлив е и тренд на зголемување на финансирањето на банките од странски извори;
- цените на недвижностите во просек растат за 10%, во однос на нивниот раст од 2% во период кога не е кредитен бум

Сето ова уште еднаш ќе ја подвлече потребата од внимателно разгледување на постоечката финансиска и регулаторна инфраструктурата на меѓународно ниво, развивање на нова и усовершена надзорна архитектура, како и дефинирање на стратегии

за справување со непредвидливи ситуации и шокови на макрофинансиски и макроекономски план.

Во делот на макроекономските политики кои можат да одговорат на предизвиците поврзани со појавувањето на лошите кредитни експанзии, се смета дека прв и најприроден одговор би била реакцијата на *монетарната политика* и покачувањето на каматните стапки. Но постојат и неколку ограничувачки фактори кои можат да ја намалат или оневозможат ефикасноста на рестрективната монетарна политика и кои укажуваат на тоа дека монетарната политика може да не биде многу ефективна во справувањето со кредитните бумови: создавањето на социјални трошоци од намалената економска активност, политичките тензии поврзани со тоа, зголемување на сегашниот должнички товар (заради зголемените каматни стапки) на сите кредитокорисници и влошување на нивните биланси, постоењето на фиксните девизни курсеви во некои економии и нивната неможност да ја користат монетарната политика како макроекономски инструмент, опасноста за привлекување на зголемени капитални кредитни приливи заради растот на каматните стапки, како и опасноста од нивното ненадејно запирање, опасноста во земјите со висока валутна супституција од тоа дека, повисоката цена на кредитите деноминирани во домашна валута може да ги поттикне должниците и кредиторите да ги заменат истите со девизни заеми итн.

Истражувањата покажуваат дека брзиот кредитен раст се случува почесто во средини со високи реални каматни стапки. Во текот на последната декада многу земји од Централна и Источна Европа ја затегнаа монетарната политика со цел да ги спречат инфлаторните притисоци, но ваквите мерки имале мал ефект врз намалувањето на кредитниот раст. Во некои случаи тоа се должи на високата евроизација и неефективните преносни канали на монетарната политика, во други случаи тоа е како резултат на зголемениот капитален прилив, спротивен на примарната цел. Во секој случај, очекувањата се дека монетарната политика би можела да биде дорасната на задачата во поголемите и затворени економии, каде што капиталните приливи и валутните супституции се помали.

Делувањето на *фискалната политика* во функција на контрацикличност треба да биде комплементарно со останатите макроекономски политики во економијата.

Фискалната консолидација за време на кредитните бумови и создавањето на буџетски суфицит во ваквите периоди, може да биде поддршка на финансискиот сектор и економскиот раст во време на економски рецесии. Новите фискални мерки кои вообичаено се предлагани од страна на економските мислители, а како резултат на глобалната криза се воведување на даноци наменети за финансиски активности и даноци поврзани со кредитниот раст, кои ќе се однесуваат и на банкарските и на небанкарските финансиски институции.

*Макропрudentната политика* вклучува прудентни алатки (микро компоненти за регулација на индивидуалните финансиски институции) и регулатива која е насочена кон ограничување на системскиот ризик во финансискиот систем. Целта на макропрudentната политика е да ги намали амплитудите во финансиските и кредитните циклуси со цел да се спречат системските кризи, како и да обезбеди арбитражи против нивните негативни ефекти. Макропрudentните алатки можеме да ги групираме во три категории:

1) *мерки кои се однесуваат на капиталот и ликвидносните барања* (влијаат на цената и структурата на обврските на финансиските институции преку зголемување на капиталните барања и воведување на контрациклични капитални барања и капитални амортизери, со посебен осврт на системски значајните финансиски институции);

2) *мерки кои се однесуваат на концентрацијата на активата и лимитите на кредитен раст* (преку ограничувања на темпото на раст на кредитите, ограничување на брзината на кредитната експанзија, ограничувања на девизните изложености или девизно деномираните заеми и ограничување на секторката концентрација на кредитното портфолио); и

3) *мерки кои се однесуваат на критериумите за подобност на заем* ( за заштита на кредиторите преку зголемување на кредитниот колатерал и подобрување на квалитетот на должниците).

Анализите покажуваат дека првата категорија на макропрudentни мерки се широко успешни во градењето на амортизери за да се справат со рецесиите, но се помалку успешни при кретењето на времетраењето на кредитните експанзии. Втората категорија на макропрudentни мерки имаат одреден успех во забавувањето на

кредитниот раст, но често за сметка на кумулирање на ризик на друго место во системот. Третата категорија на мерки се ефикасни во делот на спречување на влошувањето на кредитните критериуми.

Генерално препораките се дека, за да се обезбеди поголема ефикасност во функција на успешно справување со финансиските и економските кризи и одржување на макрофинансиска стабилност, од исклучителна важност е постигнување на координиран меѓународен одговор на макропрудентната и макроекономската политика, како и (поради подемот на меѓународното и задгранично банкарство) задолжителна соработка и континуирана размена на информации помеѓу националните супервизори.

### 2.9.1. КРАТОК ПРЕСЕК НА ЕВРОПСКИОТ ПЛАН ЗА СТАБИЛНОСТ

Дефинирањето на последниот план за европска стабилност во себе инкорпорира неколку клучни области. Како одговор на *кризата* во Грција, паралелно со мерките за штедење во земјата, унијата и ММФ предвидоа вкупните позајмливи средства да се доделуваат на транши, при што финалниот заем беше планирано да се пласира во јуни 2013 година. Дел од дефинираните решенија беа во насока на зголемување на капацитетот на ЕУ за доделување на кредити во износ од 440 милијарди евра, како и на зголемување на флексибилноста при моделот на користење на овој инструмент. Ова би требало да биде фонд во чишто рамки, ЕУ може да обезбеди финансиска помош на земјите од еврозоната кои имаат должнички проблеми. Во врска со ефикасното функционирање на *банкарскиот систем*, планиран е координиран пристап што ќе ја зајакне стабилноста на банките во Европа. ЕУ веќе го промени начинот за контрола на банките. Со новите правила се зголемува износот на капитална база со која банките мораат да располагаат, одделно се посвети внимание на кредитните анализи и ризичните практики во банкарското работење, се создадоа механизми што гарантираат дека политиките за плати и бонусите за остварените таргети на банкарските менаџери нема да поттикнуваат преземање на прекумерен ризик и се посвети внимание на зголемување на заштитата на обичните банкарски депозити. Во рамки на планот е



дефинирано да се изврши рекапитализација на банкарскиот капитал и тоа првенствено преку користење на приватни извори на капитал, а можноста националните влади да дадат поддршка за овие потреби, треба да се користи само доколку е неопходна.

Во рамки на *политиките за стимулирање на растот* беше договорено земјите од ЕУ да ги отстранат пречките за трговија во областа на услугите како досегашен неразменлив сектор, да се обезбеди целосно спроведување на договорот за слободна трговија со Кореја, да се воведат примена на поедноставено сметководство за мали претпријатија, да се спроведуваат програми за рационално користење и штедење на енергијата како и за изнаоѓање на алтернативни енергетски извори како дефицитарен ресурс со растечка цена и др.

Европскиот план за стабилност во значајна мера беше фокусиран кон обединување на европскиот механизам за стабилност и Пактот за стабилност и раст, во унифициран систем за *економско управување*. Се очекува тоа да даде значаен придонес во поглед на поголемите ингеренции на Комисијата или на Советот при учество во подготовката на националните буџети и следењето на нивните перформанси. Стратегијата за раст и стабилност не ги одмина ниту обичните граѓани. ЕУ одреди цели за намалување на *сиромаштијата* кај најмалку 20 милиони луѓе, како и за зголемување на бројот на вработените и учениците.

## ТРЕТ ДЕЛ

# ВЛИЈАНИЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВРЗ ЕКОНОМСКИОТ РАСТ, МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ

### 3.1. ВАЖНОСТА НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ КАКО ИНТЕРМЕДИЈАТОРИ ЗА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ

Успешноста од ефикасното функционирање на финансиските институции во рамки на финансискиот систем, влијае врз животниот стандард и благосостојбата на секој поединец во општеството. Финансиските институции се тие што ги колективираат заштедите кај луѓето и ги алоцираат кај економските агенти кои имаат профитабилни инвестициони можности, при тоа зголемувајќи го производниот капацитет на економијата. Финансиските институции исто така овозможуваат економските агенти да ја одложат својата тековна потрошувачка во идна (стимулирајќи ги нивните заштеди), а од друга страна и истовремено, дозволуваат потрошувачите да трошат над нивото на нивниот расположлив доход (преку кредитните пласмани). Ефикасното функционирање на финансискиот систем и финансиските институции и нивното ефектуирање на економии од обем како и на пониски оперативни (информациони и трансакциони) трошоци на финансискиот пазар, обезбедува забрзан економски раст. И спротивно, неправилното функционирање на финансиските институции и финансискиот систем, повлекува недоволна мобилизација на финансиски средства, пад на потрошувачката, пад на производството, недоволна искористеност на расположливите ресурси, пад на вработеноста и намален животен стандард.

Постојат бројни теоретски модели коишто покажуваат дека финансиските институции, како финансиски интермедијари, овозможуваат намалување на информационите и трансакционите трошоци, ги истражуваат и рангираат потенцијалните инвестициони проекти според нивната профитабилност, извршуваат коорпоративна контрола, го менаџираат ризикот, ги мобилизираат заштедите и ја олеснуваат размената.

Со цел евалуација на теоретската рамка која се потпира на врската помеѓу финансиите и растот, светските економисти Levine, Loayza и Beck<sup>38</sup> ги истражуваат мерките кои се индикатори на финансиската интермедијација. Во рамки на сетот на

---

<sup>38</sup> Levine, R., Loayza, N. and Beck T. (2000-8)-, Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of monetary economics*, 2000

мерки ги обсервираат *мерката за ликвидни средства* (збир на паричната маса во оптек, побарувачката за пари и каматните побарувања на банките) во однос на БДП, *мерката комерцијални банки–централна банка* (како сооднос на вкупните средства на комерцијалните банки и збирот на вкупните средства на комерцијалните банки и на централната банка) и *мерката приватен кредит* (вредноста на кредитната маса од финансиските интермедијари пласирана кај приватниот сектор, во сооднос со БДП). Истражувањето врз група од 74 земји анализирани во периодот од 1960-1995 година со впросечување на податоците за секои петгодишни интервали, покажало дека земјите, кај кои што мерката приватен кредит е помала од 10% од БДП (Заир, Сиера Леоне, Гана, Хаити и Сирија) остваруваат и помали стапки т.е. негативни стапки од -0,5% на раст на БДП, во однос на земјите кај кои ова мерка е над 85% од БДП (Швајцарија, Јапонија, САД, Шведска, Холандија) и растот на БДП е поголем од 5% на годишно ниво во рамки на целиот опсервиран 35-годишен период. Ова го извлекува заклучокот дека, повисокото ниво на финансискиот развој овозможува и поголема финансиска интермедијација и поголем економски раст. Кај првата група на земји со низок приватен кредит, банкарскиот систем бил руниран како резултат на државната сопственост над банките, државните интервенции врз политиката на алокација на средствата, високо ниво на деликвентни заеми, контрола на каматните стапки, бројни рестрикции во банкарските стратегии итн.

Во рамки на егзогените варијабли на влијание врз развојот на финансиската интермедијација е нотираниот правниот систем, како директна детерминанта која го врамува однесувањето на финансиските институции. Притоа се анализирани правните системи на Велика Британија, Франција и Германија и заклучокот е дека земјите со правен систем по примерот на германскиот, имаат поразвиени финансиски интермедиери. Оваа анализа е спроведувана преку генерализираниот метод на моменти – GMM врз базичната регресија (Levine, Loayza и Beck, 2000):

$$\text{РАСТ}_i = \alpha + \beta \text{ФИНАНСИИ}_i + \gamma \text{(СОСТОЈБЕН СЕТ)}_i + \varepsilon_i$$

каде што РАСТ = БДП per capita, ФИНАНСИИ = ЛИКВИДНИ СРЕДСТВА; МЕРКА КОМЕРЦИЈАЛНИ БАНКИ-ЦЕНТРАЛНА БАНКА; ПРИВАТЕН КРЕДИТ и СОСТОЈБЕН СЕТ е вектор на информации кои контролираат други фактори поврзани со економскиот раст. Равенството покажува дека правниот систем може да го стимулира економскиот раст единствено преку индикаторите на финансискиот развој и преку варијаблите на состојбениот сет (како втора детерминанта на растот). Во рамки на состојбениот сет се вклучени информации за логаритмите од иницијалното ниво на БДП per capita и иницијалното ниво на образование (едноставен состојбен сет), плус мерките за големина на владата, инфлацијата, стапката на размена на црниот пазар и отвореноста за меѓународна размена (политички состојбен сет), плус мерки за политичка стабилност и етничка разновидност (целосен состојбен сет). Сето тоа може да се прикаже и преку следната регресиона равенка:

$$Y_{i,t} - Y_{i,t-1} = \alpha(Y_{i,t-1} - Y_{i,t-2}) + \beta(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})$$

при што,  $Y$  е логаритам од реален БДП по глава,  $X$  е вектор на објаснувачки варијабли (со исклучок на БДП по глава),  $\varepsilon$  е терминска грешка,  $i$  е дадена земја и  $t$  е времето. Истражувањето ја прикажало силната робустна поврзаност на ефектите од состојбениот сет како егзогена варијабла, врз растот на финансиската интермедијација и економскиот раст. Регресионите резултати исто така покажале огромно влијание на финансискиот развој врз растот. Вредноста на мерката приватен кредит во Индија во периодот 1960-1995 година изнесувала 19,5% од БДП а во Аргентина 16% од БДП, додека оваа вредност кај развиените земји изнесувала 25%. Резултатите покажале дека приближувањето на мерката на приватен кредит кон нивото на развиените земји ќе и обезбеди побрз раст на БДП на Индија за над 0,6% повеќе, додека во Аргентина за 1,8% повеќе. Beck и Levine употребиле упросечени податоци за петгодишни временски интервали за да се фокусираат на долгорочните фактори на растот. Утврдено е дека доколку Мексико со стапка на враќање на капиталот од 36% би постигнала стапка на враќање на капиталот на просечното ниво на OECD земјите (кое што изнесува 68%), стапката на раст би била поголема за 0,6% годишно. Слично, доколку индикаторот за банкарски кредит би бил наместо фактичкиот 16%, на нивото на OECD земјите од 71%, тогаш растот би бил побрз за 2,6% годишно.

Rioja и Valev во 2004 година<sup>39</sup>, во рамки на едно истражување подвлекле дека, финансиите го забрзуваат растот во богатите земји првенствено преку зголемување на растот на продуктивноста, додека во посиромашните земји, преку зголемување на акумулацијата на капиталот. Benhabib и Spiegel во 2002<sup>40</sup> година наоѓаат дека индикаторите на финансиската интермедијација се корелирани со вкупната факторска продуктивност, додека акумулацијата на капиталот со физичкиот и човечкиот капитал. Loayza и Ranciere<sup>41</sup> во едно истражување во 2006 година, ја разгледуваат врската помеѓу финансиите и економската активност и сублимираат дека доминантноста на краткорочните банкарски позајмувања се сигнали за економска стагнација и економска криза. Rousseau и Wachtel во 1998 година<sup>42</sup> ја истражуваат врската помеѓу финансиските иновации и финансиската длабочина во случајот на американската економија, за периодот од 1872 до 1929 година. Ова истражување потврдува дека перманентното намалување на ширењето на банките за 1% е поврзано со зголемување на финансиската длабочина од 1,7% до скоро 4% и дека финансиските иновации ја зголемуваат финансиската длабочина, што е тесно поврзано со економскиот раст. Конзистентно со тоа, Levine и Zervos и Bekaert, Harvey и Lundblad<sup>43</sup> покажуваат дека финансиската либерализација го забрзува економскиот раст, преку подобрување на алокацијата на ресурсите и стапката на инвестирање. Постојат истражувања кои зборуваат дека квалитетот, а не квантитетот на кредитниот пласман е важен поддржувач на економскиот раст и дека само доброфункционални банки можат да бидат стожери на економскиот раст, како што постои комплексна маса на истражувања кои посочуваат дека, ефикасниот финансиски систем одговара на побарувачката на нефинансискиот

---

<sup>39</sup> Felix Rioja & Neven Valev (2004)-"Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development," *Economic Inquiry, Western Economic Association International*, vol. 42(1), 2004

<sup>40</sup> Jess Benhabib & Mark M. Spiegel (2002) "Human Capital and Technology Diffusion," *Working Paper Series 2003-02, Federal Reserve Bank of San Francisco*, 2002

<sup>41</sup> Loayza N. and Ranciere R. (2006)-, "Financial Development, Financial Fragility, and Growth," *Journal of Money, Credit and Banking*, 2006

<sup>42</sup> Peter L. Rousseau & Paul Wachtel (1998)- "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995," *Working Papers 98-09, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics*, 1998

<sup>43</sup> Bekaert, G, Harvey, C, and C Lundblad (2005), - "On the Tradeoff Between Growth and Stability: Does Financial Liberalization Spur Growth?," *Journal of Financial Economics* 77, 2005

сектор и истовремено го поттикнува и економскиот раст. Haberг заклучува дека, меѓународните разлики во финансискиот развој значајно влијаат врз степенот на индустриска експанзија во земјите, како што недоволно развиените финансиски системи, кои го ограничуваат пристапот до институционалните извори на капитал, ја попречуваат индустриската експанзија. Rajan и Zingales<sup>44</sup> сублимираат дека поразвиените финансиски интермедиери и финансиски пазари, го олеснуваат пристапот за дополнително надворешно финансирање на фирмите, кое со самото тоа што е поефтино од интерното финансирање (финансирање со сопствен капитал: акции и/или реинвестирана добивка), го поддржува растот на фирмите и економскиот раст. Тие развиле нова методологија за истражување на финансиите и растот која се потпира на следната формулација:

$$РАСТ_{ik} = \sum \alpha_J ЗЕМЈА_J + \sum \beta_L ИНДУСТРИЈА_L + \gamma УДЕЛ_{ik} + \delta (ЕКСТЕРНО_K \times ФД_i + \epsilon_{ik})$$

Притоа, РАСТ ја означува просечната годишна стапка на раст на додадената вредност во индустрија k и земја i за периодот 1980-1990 година, ЗЕМЈА и ИНДУСТРИЈА се варијабли за индустријата и за земјата, УДЕЛ е уделот на индустријата k во производството во земјата i за 1980 година, ЕКСТЕРНО е дел од трошоците за капитал за американските фирми кој не е од интерни фондови во индустријата k помеѓу 1980 и 1990 година, ФД е индикатор за финансиската развиеност во земјата i (испитуван преку пазарната капитализација и домашниот кредит како процент од БДП), а  $\delta$  е коефициент на интеракција помеѓу екстерната зависност на економијата и финансискиот развој. Во ова истражување се вклучени 36 индустрии низ 42 земји во САД. Заклучено е дека зголемувањето на финансискиот развој натпропорционално го зголемува растот на индустриите кои потешко користат надворешно финансирање и дека финансискиот развој предизвикува индустриски раст преку експанзијата на постоечките и/или со воведување на нови индустрии во економијата. Врз основа на ова истражување, Веск извршил поврзување на финансиите и растот кај малите фирми и утврдил дека индустриите во кои природно функционираат помали фирми, растат побрзо во земјите

<sup>44</sup>Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales (1996)- *Financial Dependence and Growth*, National Bureau of Economic Research-NBER, 1996

со подобро развиен финансиски систем. Ова се објаснува и со фактот дека малите фирми се соочуваат со поголеми информации и финансиски проблеми споредбено со големите фирми, и затоа е суштествено важно за поддршката на растот на овие фирми, да постои и развиен финансиски систем. Исто така, утврдено е дека финансиската развиеност ја намалува нееднаквоста и сиромаштијата во земјите, т.е. процентот на популација која живее со помалку од два долара на ден, побрзо опаѓа кај земјите со повисоко ниво на финансиски развој и дека финансискиот развој натпрпропорционално го забразува растот на сиромашните земји и со тоа ја намалува нееднаквоста во светот.

Нивото на финансискиот развој и неговото влијание врз економскиот раст било предмет на истражување и кај кинескиот економист Cheng. Тој своето истражување го започнува со воведување на функцијата на производство на Cobb и Daglas, на ниво на поединечен случај или:

$$Y = K_{\alpha} \times X$$

каде  $Y$  е БДП по глава на жител,  $K$  е физички капитал по глава на жител,  $X$  е дерминанта на растот по глава на жител и  $\alpha$  е параметар на производната функција. Многу неокласичари (на пример King и Levine во 1993) сметаат дека растот на  $X$  доаѓа од технолошкиот развој. Притоа ја прикажуваме равенката:

$$GYP = \alpha (GK) + PROD$$

каде  $GYP$  е стапка на раст на БДП per capita,  $GK$  е стапка на раст на реален капитален сток per capita и  $PROD$  е стапка на раст на сè друго. Ако се земе предвид дека бројот на работни часови по вработен е прилично константен,  $PROD$  може да го претставува конгломератниот индикатор на технолошкиот раст. Односот меѓу технолошкиот и финансикиот развој може да се прикаже како:

$$GYP_t = a_0 + a_1 GK_t + a_2 FI_t + \varepsilon_t$$

каде што  $FI_t$  е индикатор за финансискиот развој низ времето. Истото за земја со нерамномерно развиени области, може да се претстави и преку следниов емпириски идентитет:

$$GYP_{i,t} = a_1 GK_{i,t} + a_2 FI_{i,t} + a_3 CON_{i,t} + \sum \delta_i U_i + \sum \varphi_t V_t + \varepsilon_{i,t}$$

каде што дадената област се означува со  $i$ , даденото време со  $t$ ,  $CON$  го претставува односот на вкупните инвестиции (домашни и странски) како процент од БДП,  $U$  е



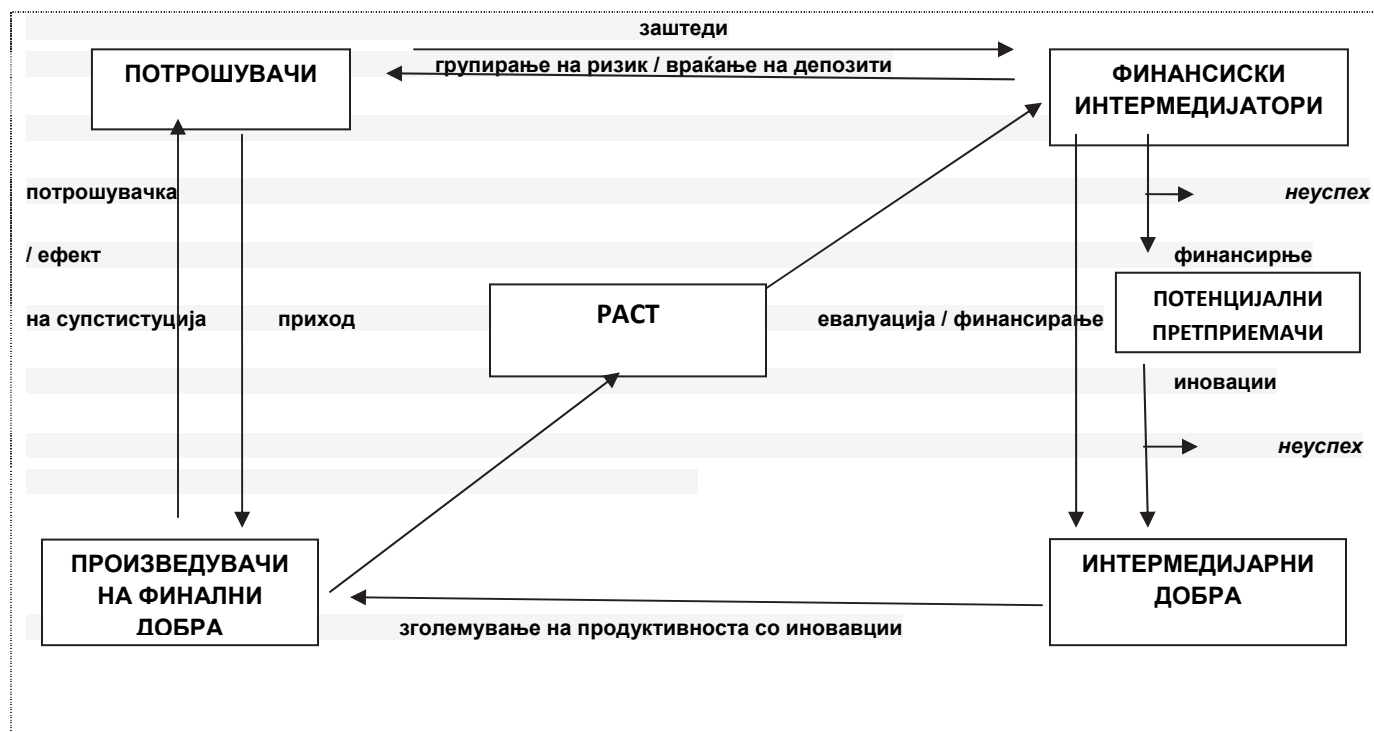
множество на променливи кои се однесуваат на националната економија,  $V$  е параметар за време а  $\delta$ ,  $\varphi$  и  $t$  се вектори на коефициентите. Cheng во своето истражување врз различни области од Кина, за периодот од 1995 до 2003, заклучил дека и банкарските и небанкарските депозити се значително позитивно корелирани со идниот економски раст, дека растот на вкупниот капитал и финансиските развојни индикатори се значајно позитивно поврзани, дека влијанието на растот на банкарскиот сектор е поизразено во провинциите со помалку концентриран финансиски сектор и дека банкарските и небанкарските развојни финансиски индикатори покажуваат различно влијание врз растот (посебно коефициентот на банкарскиот кредит е високо статистички значаен, иако банкарските заеми во Кина се повеќе фокусирани на државниот сектор, додека небанкарските кредити се во голема мера ирелевантни во објаснувањето на растот во Кина). Оваа разлика на влијание помеѓу банките и небанкарските финансиски институции во Кина, сугерира дека банкарските финансиските институции во Кина имаат поширок географски опсег, развиваат блиски врски со клиентите и притоа играат важна улога во промовирањето и финансирањето на локалните компаративни предности на реалниот сектор. Влијанието на банкарските кредити во провинциите каде што финансиските пазари се помалку концентрирани е многу поизразена. Cheng<sup>45</sup> на крајот акцентира дека конкуренцијата во рамки на финансискиот систем, предизвикана од работата на небанкарските институции е многу важна за правилно и ефикасно функционирање на финансискиот систем, а во функција на економскиот раст и развој.

Во однос на тоа, дали банкарско ориентираните или пазарно ориентираните финансиски системи т.е. дали банкарските или небанкарските финансиски институции се подобра поддршка на економскиот раст и развој, различни мислителите дале и различни аргументи во прилог на едната или на другата страна, но многу комплексни истражувања како и компаративаната анализа на перформансите на земји типични претставнички на едниот или другиот модел, го потврдуваат фактот дека, целокупниот финансиски развој и комплементарноста на банкарските и небанкарските финансиски институции, помагаат да се објасни успешниот раст кај многу од земјите и дека развојот

<sup>45</sup> Xiaoqiang Cheng and Hans Degryse (2006-4)- *The Impact of Bank and Non-bank Financial Institutions on Local Economic Growth in China*, Katholieke Universiteit Leuven, draft paper, 2006

и правилното и ефикасно функционирање на финансиските институции зависи од: правната рамка во земјата и регулаторните механизми, заштитата на сопственичките права, доследното и брзо спроведување на договорите, заштитата на инвеститорските права, сеопфатните и меѓународно споредливи сметководствени стандарди, транспарентноста на економските агенти, макроекономската агенда, политичката стабилност, културолошките специфики на земјата итн.

**ГРАФИКОН БР.11: МОДЕЛ НА КИНГ И ЛЕВИН ЗА ФИНАНСИИ И РАСТ**



Извор: Cheng X. and Degryse H. (2006)- *The Impact of Bank and Non-bank Financial Institutions on local Economic Growth in China*, Katholieke Universiteit Leuven, draft paper, 2006

### 3.2. БАНКАРСКИ НАСПРОТИ ПАЗАРНО ОРИЕНТИРАНИ ФИНАНСИСКИ СИСТЕМИ

Системите во коишто банките се доминантни и најважни институции, односно системите во коишто, во вкупниот финансиски систем, според различни критериуми,

преовладуваат банките, главно се нарекуваат банкарски ориентирани системи, а оние пак, кај коишто пазарот на капитал претставува основен извор на финансирање и според составот доминираат небанкарските финансиски институции, се нарекуваат пазарно ориентирани финансиски системи. Банкарски ориентирани системи им овозможуваат на компаниите долгорочен, релативно стабилен начин на финансирање, додека пак пазарно ориентирани системи се со поголема осцилаторност и се во состојба брзо да го трансферираат капиталот кон новите компании во растечките гранки. Тие се стремат да ги задоволат различните преференции на вложувачите, во смисла на ризичноста и враќањето на вложувањата, односно обезбедувањето ликвидност и транспарентност на вложувањата. Емпириските анализи покажуваат дека при ниски нивоа на економски развој, како кај нискодоходовните транзициони економии, комерцијалните банки се апсолутни финансиски институции. Меѓутоа, со растот на економиите, доаѓа до развој на специјализирани небанкарски финансиски институции и на пазарите на хартии од вредност. Со текот на времето се јавувале различни мислења за предностите и негативностите на банкарските и пазарно ориентирани финансиски системи.

**ТАБЕЛА БР.4: БАНКАРСКИ ОРИЕНТИРАН V.S. ПАЗАРНО ОРИЕНТИРАН ФИНАНСИСКИ СИСТЕМ**

Банкарско ориентиран финансиски систем		Пазарно ориентиран финансиски систем	
<b>Карактеристики:</b> -банките се доминантен облик на финансиски посредници, според различните критериуми (имот, број, институција). Поголемиот износ на финансискиот имот е во форма на кредити и депозити.		<b>Карактеристики:</b> -главен екстерен облик на финансирање е пазарот на капитал, кој е развиен, а небанкарските посредници имаат голем дел од имотот од финансискиот систем. Хартиите од вредност се доминантен облик на финансиски имот.	
Предности	Недостатоци	Предности	Недостатоци
-сигурност во враќањето на вложените средства; -долгорочно добар однос меѓу банката и корисниците придонесува за зголемување на квалитетот на услугите и ги намалува трошоците;	-поризичните проекти не се во можност да добијат кредит; -можност за злоупотреба на положбата и влијанието; -големо влијание од државата;	-брз трансфер на капитал кон младите брзорастечки компании; -поголема можност за заработувачка рамномерна на ризикот; -озможуваат потполна или делумна продажба на соп-	-волатилност; -несигурност (ризик) за враќањето на вложени-те пари; -„проблем на бесплатно возење“; -развиениот пазар има за последица дисперзирана сопственост, што има слаби мотиви за извршување на сопстве-

-стабилен извор на финансирање; -ниски трошоци за собирање информации.		ственоста; -овозможуваат појава и развој на различни финансиски посредници;	ничките функции, односно следење на менаџментот.
---	--	--	--

*Извор: Мојсоска Снежана (2011)- Инвестициските фондови, потреба и перспектива за развој во Р.Македонија, докторска дисертација, Економски факултет, Универзитет „Св. Климент Охридски,“ , Прилеп, 2011*

Приврзаниците на банкарски ориентираните системи сметаат дека пазарот не може квалитетно да ја изврши задачата од аспект на намалувањето на информациската асиметрија, а пазарот ја поттикнува и развива појавата на „проблемот на бесплатно возење“, бидејќи информациите брзо се шират, а корисноста од нив можат да ја имаат и оние кои не се ангажирале за нивното добивање. Во таквите системи, пак на ниво на националната економија, не се вложува доволно во собирањето информации, а со тоа се зголемува проблемот за асиметрија на информациите, што резултира со неефикасна алокација на штедењето. Наспроти тоа, ексклузивноста и приватноста на информациите ја намалува можноста за појава на наведениот „проблем на бесплатно возење“ преку поврзаноста меѓу банката и клиентот, при што се намалуваат трошоците за собирање информации, а се зголемува квалитетот. Развиениот пазар функционира во дисперзирана сопственост, што значи можат да се јават слаби мотиви за извршување на сопственичките функции, односно следење и контрола на менаџментот. Ликвидните пазари овозможуваат лесна продажба на акциите, па сопствениците помалку се заинтересирани за следење на квалитетот на работењето.

Аргументите на пазарно ориентираните приврзаници се дека примарна цел на банката е сигурноста на враќањето на средствата, па затоа тие ги поттикнуваат инвеститорите на конзервативни проекти, а новите и високоризичните проекти со големо враќање, остануваат без финансирање. Наспроти ова, развиените и ликвидни пазари на капитал овозможуваат трансформација на сопственоста, и тоа до крајот на траењето на проектот, а на тој начин инвеститорите се охрабрени да вложуваат во долгорочни проекти со повисоки приноси. Исто така, во теоријата се среќава и тврдењето дека со градењето на долгорочниот однос меѓу корисниците на услугите и банките, тие многу

влијаат врз нив, така што овој однос може да биде злоупотребен и банките да се јават во улога на ефективни сопственици. Сепак, пазарот познавајќи збир од богати и флексибилни финансиски инструменти, овозможува квалитетно и корисно управување со ризикот (Levin, 1997).

Најновите истражувања го застапуваат мислењето дека поделбата на банкарски ориентирани и пазарно ориентирани системи не е правилен пристап за разбирање на економскиот раст на земјата и финансискиот систем. Оттука, Levine предложил функционален пристап кон финансискиот развој на банките и пазарот, при што тој ги гледа нив како комплементарни институции, што своите задачи ги извршуваат различно, но меѓусебно се дополнуваат со услугите, а со тоа позитивно влијаат на растот на економијата.<sup>46</sup>

Покрај овој функционален пристап, во 1998 година La Porta<sup>47</sup>, става акцент на значењето на правниот пристап во финансиската структура, што се состои од збир на финансиски договори, чија ефикасност зависи од ефикасноста на целокупниот правен систем. Имено, тој треба да осигура висок степен на заштита на инвеститорите, а со тоа да придонесе за зголемување на нивната подготвеност за финансирање на одделни инвестициски проекти. Според него, правното потекло на националните законодавства ја објаснува разликата во начините на функционирање и организација на финансиските системи.

Правните системи во државите што ги штитат правата на акционерите, кредиторите и странските инвеститори, постојат само на развиените пазари на капитал. Од друга страна, во државите каде што заштитата е помала, главно, се развивале банкарски ориентирани системи. Досегашните истражувања потврдуваат дека влијанието на државата врз банкарски ориентирани системи е многу големо. Но, мешањето на државата носи опасност од неефикасна и неадекватна алокација на средствата, т.е. алокација на средствата врз основа на привилегирани и непазарни односи.

---

<sup>46</sup> Levine Rous (2002) - „Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?“, *Journal of Financial Intermediation*, 2002,

<sup>47</sup> Rafael La Porta (1998)-„Law and Finance“, *The Journal of Political Economy*, Volume 106, Issue 6, 1998, цитирано кај: Levine Rous (2002) - Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, 2002

Типични претставници на двата типа системи се Германија и САД. Во '90 години од минатиот век дури со 75% банките учествувале во вкупната актива на финансискиот систем на Германија. Во исто време, учеството на овие институции во САД било помалку од 25%. Една од најраширените теории, што ја објаснува разликата меѓу овие два система е т.н. теорија за времето на индустријализација, според којашто разликите се манифестираат само во почетокот на процесот на индустријализација. Државите во коишто тој процес е започнат порано (на пример во Британија), биле во можност новите проекти да ги финансираат, преку интерните извори, или со издавање хартии од вредност и тоа на релативно развиените финансиски пазари. Во државите, во коишто, пак, процесот на индустријализација започнал нешто подоцна се забележува дека деловните субјекти немаат сопствени извори за финансирање или тие извори не се доволни за големи инвестиции во технологијата и инфраструктурата. Бидејќи пазарите на капитал не биле доволно развиени, а инвеститорите биле ориентирани кон вложувања во сигурни облици на финансиски имот (на пример, државни обврзници) единствени институции, што можеле да пласираат таков капитал и да преземат ризик, односно да го следат својот пласман биле банките.

Првата голема разлика во финансиските системи на Германија и САД настанала во 30-тите до 40-тите години од минатиот век, односно Големата криза од 1933 година, кога водечките светски економии пристапиле кон различни регулаторни и надзорни мерки над финансискиот систем. Фундаменталното прашање со коешто се занимавале државите во тоа време било: како одново да се врати довербата во финансискиот систем? Во Јапонија и Германија постоел многу критичен пристап или т.н. пазарна капитализација, така што политичката елита, што била ориентирана кон таков финансиски систем, се потпирала на банките.

Другата насока била во која мера финансиските системи можат да се искористат како национален извор за постигнување социјални и економски цели. *Laissez-fair* финансиските системи, што биле изградени до финансиската криза, биле многу слаба поддршка за заздравување од банкарските кризи и депресији, поттикнување развој на клучните индустриски гранки и поствоената обнова.

Во САД државниот апарат бил ориентиран кон развој на финансискиот пазар, при што тие се определиле да го искористат финансискиот систем индиректно, односно преку поттикнување за купување државни обврзници и одделни даночни олеснувања за определени типови вложувања. Денес пак, САД може да се вброи во пазарно ориентираните финансиски системи во коишто пазарот на хартии од вредност го сочинува доминантниот облик на финансиски имот. Од друга страна, Европа не треба да се вбројува во банкарски ориентираните системи. Имено, во Европа постои мозаик од различни финансиски структури, така што од аспект на апроксимацијата, може да се зборува за три видови финансиски структури, и тоа:<sup>48</sup>

- ❖ држави со развиени пазари на сопственички капитал (Велика Британија, Шведска, Финска и Шпанија);
- ❖ држави со средно развиен пазарно-сопственички капитал и многу развиени банкарски системи (Германија, Италија, Данска, Грција и Ирска);
- ❖ држави со многу развиен банкарски систем и паралелно неразвиен пазар на капитал (Австрија, Белгија и Португалија).

Собирањето на податоците и анализирањето на финансиското влијание, финансиската развиеност и структура, особено било нагласено во 90-тите години, или поточно, откако се формирала база на податоци т.н. Financial Structure Database со којашто е овозможена споредба меѓу различните финансиски системи врз основа на показателите за големината, активностите и ефикасноста на финансиските посредници и пазарот. Притоа, најчесто се користат определени индикатори со чија помош се врши проценка на финансиската длабочина и структура на одделни финансиски елементи и тоа: БДП, средствата на централната банка во однос на вкупните финансиски средства, депозитните средства во однос на вкупните финансиски средства, ликвидните обврски во однос на БНП<sup>49</sup>, средствата на централната банка во однос на БНП, банкарските депозити во однос на БНП, банкарската концентрација, пазарот на хартии од вредност во однос на БНП и сл. Индикаторите се општоприфатени, заради цврстата методолошка темелност, конзистентноста и споредливоста, а нив ги обезбедува Светската банка.

---

<sup>48</sup> Мојсоска Снежана (2011)- *Инвестициските фондови, потреба и перспектива за развој во Р.Македонија*, докторска дисертација, Економски факултет, Универзитет „Св. Климент Охридски“, Прилеп, 2011

<sup>49</sup> БНП е кратенка за Бруто национален производ

Вообичаено е податоците да се споредуваат со доходот на државата, односно со припадноста на поединечните нивоа на развиеност, мерени според БДП по жител.

Анализата на големината на финансискиот сектор и доходовноста на економиите, покажува дека со порастот на доходот, доаѓа до зголемување на средствата на институционалните инвеститори во однос на БДП во одделните земји. Кај високодоходните групи на земји, средствата на инвестиционите фондови како % од БДП изнесуваат 95,43%, средствата на осигурителните компании: 91,63%, средствата на пензиските фондови: 30,97%; кај групата средно високодоходни земји средствата на инвестиционите фондови како % од БДП изнесуваат 56,86%, средствата на осигурителните компании: 48,09%, средствата на пензиските фондови: 31,35%; кај групата средно нискодоходни земји средствата на инвестиционите фондови како % од БДП изнесуваат 7,87%, средствата на осигурителните компании: 9,57%, средствата на пензиските фондови: 5,08% и кај групата нискодоходни земји средствата на инвестиционите фондови како % од БДП изнесуваат 1,77%, средствата на осигурителните компании: 3,12%, средствата на пензиските фондови: 2,05%. Доколку се направи компаративна анализа на големината на банкарскиот сектор и институционалните инвеститори по различни доходни групи на земји, се доаѓа до заклучоците дека поодделните учества и на двата сектора од финансискиот систем во однос на БДП, растат со порастот на доходот, дека со порастот на доходот се зголемува учеството на институционалните инвеститори како процент од БДП и дека доминантно учество во вкупните средства имаат средствата на банките со исклучок на групата високодоходни земји каде што доминираат средствата на институционалните инвеститори. Имено, кај нискодоходните земји износот на средствата на банките /БДП е 4,31% а износот на средствата на институционалните инвеститори/БДП изнесува 2,35%; кај средно нискодоходните земји износот на средствата на банките /БДП е 80,89% а износот на средствата на институционалните инвеститори/БДП изнесува 7,69%; кај средно високодоходните земји износот на средствата на банките /БДП е 115,70% а износот на средствата на институционалните инвеститори/БДП изнесува 45,43% и кај



високодоходните земји износот на средствата на банките /БДП е 112,17% а износот на средствата на институционалните инвеститори/БДП изнесува 357,68%.<sup>50</sup>

### 3.3. ЗНАЧЕЊЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ПАЗАРИ ЗА ФИНАНСИСКАТА И МАКРОЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ

*Пазарот на пари* претставува економски простор на којшто се вкрстуваат понудата и побарувачката на краткорочни (до 12 месеца) и високоликвидни финансиски инструменти. Овие инструменти за инвеститорите претставуваат релативно ликвидни средства со низок кредитен ризик. По обемот на тргување, овој пазар претставува најголем и најактивен финансиски пазар во светот.

Пазарот на пари во рамки на своето функционирање во себе ги обединува пазарот на жирални пари, пазарот на краткорочни кредити, есконтниот и ломбардниот пазар и примарниот и секундарниот пазар на пари. Од институционален аспект, истите можат да бидат организирани на три начина: како посебна посредничка финансиска институција, како неинституционализиран пазар на пари и како мешан вид на институционализиран и неинституционализиран пазар на пари. Како издавачи на хартии од вредност на примарниот пазар на пари можат да се јават влади, држави, централни банки, комерцијални банки и други финансиски институции. По својот обем, секундарниот пазар на пари е далеку поголем од примарниот не само квантитивно туку и квалитативно од аспект на условите на купопродажба, каматните стапки, улогата што ја имаат централните банки на тие пазари и сл. Специфично за овие пазари е тоа што во своето функционирање се потпираат на еднообразност во работењето, интернационалност, апсолутна конкуренција во банкарскиот систем, конзистентност и финансиска дисциплина и почитување на законските прописи. Во поново време

<sup>50</sup> Наумова Елена (2013)- *Влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст со посебен осврт на Р. Македонија*, докторска дисертација, Економски факултет, УКИМ, 2013

(интересен е податокот што сè почесто се случува), во големите банки се отвараат пултови за тргување со дериватни инструменти на подолги рокови од 12 месеци, кои најчесто во книговодствената евиденција на банката се регистрираат вонбилансно.

Значењето и влијанието на пазарите на пари се огледа не само во нивниот обем на трансакции, туку и во нивната основна функција да им обезбедат на банките и на останатите финансиски институции брза и лесна трансформација на капиталот (во зависност од нивните тековни потреби) од еден облик во друг, како и ефикасно обезбедување на ликвидност во финансискиот систем, реалниот сектор и во економијата во целост.

**Пазарот на капитал** се дефинира како организирано среќавање на понудата и побарувачката на слободни долгорочни финансиски средства. Тој во себе ги инкорпорира *пазарот на долгорочни инвестициони кредити, пазарот на хипотекарни кредити и пазарот на догорочни хартии од вредност*. Пазарот на долгорочни парични средства ја извршува својата функција преку банкарските и небанкарските финансиски институции преку класичен однос на долгорочно кредитирање. Пазарот на ефекти или на долгорочни хартии од вредност може да биде примарен или емисионен и секундарен пазар за тргување со веќе емитираните долгорочни хартии од вредност. Значајна карактеристика на овој пазар е долгорочноста на финансиските инструменти, која е во функција на тоа дека позајмливите финансиски фондови што се разменливи на пазарот на капитал, се користат за финансирање на набавката т.е. инвестициите во капитални добра, како инпут на фирмите за производство на добра и услуги. Ефикасното функционирање на пазарот на капитал, обезбедува есенцијално влијание врз успешноста на економските перформанси во дадената економија, преку постигнување на следните цели:

- Размена на долгорочните финансиски средства по пазарна цена;
- Оптимална алокација на ресурсите во пазарни услови;
- Задоволувачка капитализација на финансиските средства и максимално можна диверзификација на ризикот;
- Заштита на интересите на сопствениците и корисниците на капиталот;
- Формирање на пазарна цена на капиталот во форма на каматна стапка;
- Селекција на профитабилните инвестициони проекти и нивно финансирање;
- Наметнува екстерна контрола над економските субјекти преку континуирано следење на цените на нивните акции;

- Тековна валоризација на претпријатијата преку цената на емитираните хартии од вредност;
- Пренос и проширување на сопственоста над финансиските инструменти над пошироки слоеви на население или т.н. сопственичка демократија итн.

Според пошироките теоретски концепти за значањето на пазарот на капитал и неговата поврзаност со економскиот циклус, се дефинираат пристапи во кои пазарот на капитал се перцепира како место за среќавање на теоријата за производството, како место за среќавање на теоријата за инвестициите, теоријата за потрошувачката и штедењето итн. При тоа, во овој контекст на опсервација на пазарот на капитал се сублимирани две негови суштествени функции:

- Интермедијација на позајмливи финансиски средства од суфицитарните кон дефицитарните економски субјекти;
- Размена на ризиците помеѓу економските субјекти: трансфер на ризик (преку тргување на финансиските инструменти), поделба на ризик (со поседување на акции во некој инвестиционен проект), здружување на ризикот (во рамки на осигурителните компании) и диверзификација на ризикот (преку портфолија на хартии од вредност).

Според современата економска теорија, постоењето на пазарот на капитал во една економија им овозможува на поединците во општеството да ја максимизираат својата корисност во услови на двете клучни ограничувања:<sup>51</sup>

- Дадената општествена стапка на временска преференција кон сегашна потрошувачка, (изразена преку пазарната каматна стапка) и
- Расположливата производна технологија, која ја одредува продуктивноста на инвестирањето во физички капитал, (изразена преку стапката на трансформација на сегашното во идно производство).

Националниот пазар на капитал по извесен период на функционирање, започнува да се вклучува во меѓународните движења на капиталот и полека почнува да ги губи националните карактеристики, за сметка на тоа здобивајќи се со спецификите на меѓународниот пазар на капитал. На меѓународниот пазар на капитал постои тренд на пораст на интернационализацијата на трансакциите, се поголема либерализација на

---

<sup>51</sup> Филиповски Владимир (2003)- *Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економска транзиција, докторска дисертација*, Економски факултет, УКИМ, 2003

националните финансиски пазари и зголемено значење на финансиските инструменти. Детерминанти од кои ќе зависи дали еден национален пазар на капитал може да функционира како меѓународен се обемот и динамиката на негово функционирање, пред сè како национален пазар на капитал, од степенот на отвореност на националната економија а со тоа и на капитална отвореност кон странство, од интересот на нерезидентите за учество на тој пазар на капитал итн. Во рамки на меѓународниот пазар на капитал се случуваат сите финансиски текови, промени и појави кои се во насока на прибирање и пласирање средства надвор од националната економија. Сите овие процеси се одвиваат преку класичниот пазар на капитал, преку берзите, банките, државата и нејзините институции, интернационалните финансиски компании итн., а во рамки на три основни сегмента: меѓубанкарски пазар на капитал и депозити, меѓународен пазар на доверителски хартии од вредност и меѓународен пазар на сопственички хартии од вредност.

Истражувањата за меѓународното движење на капиталот се поврзуваат со апсорпциониот капацитет и потребата од странски капитал во домашната економија, што зависи од јазот помеѓу домашното штедење и домашните инвестиции или од дефицитот во платниот биланс во националната економија. Во таа смисла, од енормна важност е можноста за меѓународното движење на капиталот, бидејќи овозможува во многу земји, стапките на заштеда и стапките на инвестиции да се разликуваат. Од друга страна, ако една земја има дефицит на тековната сметка со странската, тоа значи дека таа земја е нето-извозник на средства и нето –увозник на стоки и услуги од странската земја. Капитално суфицитарните земји, во потрага по оплодување на капиталот и во услови на динамични процеси на финансиска либерализација и интеграција, го пласираат истиот во капитално-дефицитарните земји. Но останува фактот дека многу од економиите во развој или во транзиција, кои одржуваат фиксен девизен курс, а како резултат на тоа најчесто имаат апрецирана домашна валута и високи каматни стапки, биле и се мета на шпекулативниот капитал. Заради имперфектноста на меѓународниот пазар на капитал, во многу економии се воспоставени капитални контроли за заштита на домашната економија од наглите капитални приливи и испарувања. Како причини за рапидниот пораст на маѓународното движење на капиталот се вбројуваат и

функционирањето на мултинационалните финансиски институции, конвертибилноста на валутите на развиените земји, појавата на транснационалните компании, појавата на евро-пазарите итн.

**Девизниот пазар** претставува економски организиран простор на којшто се одвива перманентна понуда и побарувачка за девизни средства. Како основни причини за функционирањето на овој пазар на страната на понудата се да се ослободи од странските средства за плаќање и да се стекне со домашни средства за плаќање и на страната на побарувачката, преку стекнување со странски средства за плаќање да се дојде до странски стоки и услуги. Освен овие мотиви, девизите како предмет на тргување на девизниот пазар, стануваат специфична стока, затоа што нивната замена може да се извршува за шпекулативни цели, за стекнување со добивка остварена како резултат на промените и разликите во девизните курсеви. Врз основа на тоа, девизниот пазар претставува комплексен систем кој вклучува негови меѓусебни односи со пазарот на пари и пазарот на капитал, и во чиишто рамки се извршува девизната трговија и девизната арбитража. Овие пазари според начинот на организирање и формирање можат да функционираат како организирани и неорганизирани и како официјални пазари и пазари кои функционираат во рамки на сивата економија. По правило, на девизните пазари се тргува со разновидни девизи кои се лоцирани за определена валута, при што нивниот сооднос го формира и курсот на дадената валута.

Монетарните власти за да ја задржат стабилноста на домашната валута и да ја заштитат нејзината вредност од актите на монетарните власти спрема сопствените валути (девалвација или ревалвација) на другите земји, често интервенираат на девизниот пазар. Ваквите мерки на интервенција можат да бидат спроведени директно од централната банка или индиректно со користење на средства од стабилизационен фонд. Имено, доколку курсот на странската валута започнува да расте (апредира) во однос на домашната валута, монетарните власти продаваат од дадената валута или ја зголемуваат понудата за истата во домашната економија и обратно, при пад на вредноста (депрецијација) на странската валута, се врши намалување на понудата на таа валута во домашната економија. Во земјите со фиксен девизен курс, девизната политика може да се користи и како инструмент во рацете на макроекономската

политика во делот на дефинирањето на вредноста на девизниот курс и неговата поврзаност со вредноста на увозот и извозот на земјата т.е. состојбата на платниот биланс. Имено, доколку домашната валута депрецира, домашното производство (иако не долгорочно одржливо) станува ценовно поконкурентно на надворешниот пазар, но притоа не смее да се занемари фактот дека ценовно се зголемува вредноста увозот и обратно: при апрецијација на домашната валута, домашното производство станува ценовно помалку конкурентно, а опаѓа ценовната вредност на увозот. Доколку во економијата се формира флукуирачки девизен курс, монетарните власти немаат обврска да интервенираат на девизниот пазар.

Обемот на понудата и побарувачката на девизниот пазар, во голема мера зависи од монетарната, надворешно-трговската и девизната политика на националните власти. Зголемувањето на царините, девизните квоти и стоковните контингенти влијаат на намалување на побарувачката за девизи, како што со извозните премии и олеснувања се влијае врз раст на приливот на девизи. Соодносот помеѓу понудата и побарувачката на девизниот пазар може да биде индикатор за состојбата на билансот на плаќања: дефицитот во платниот биланс зборува за поголема побарувачка од понуда на девизи а суфицитот во билансот на плаќања говори за поголема понуда од побарувачка на девизни средства.

Каматните разлики во различните земји можат да влијаат врз интензитетот на движење на капиталот, а со тоа и на девизниот пазар. Овде посебно се наметнува проблемот на жешките пари (hot money), т.е. на движењето на краткорочниот шпекулативен капитал, кој барајќи го своето максимално оплодување, влегува во земјата и веднаш се повлекува оставајќи своевиден пустош во економијата. Одделни земји, за да го заштитат девизниот пазар од вакви сценарија, поставуваат капитални контроли и бариери, а некои од нив формираат специјални, паралелни девизни пазари на коишто се одвиваат девизни трансакции поврзани со капитални вложувања.

Правилното функционирање на девизниот пазар има силно влијание врз севкупноста на финансиските движења во една економија и врз економскиот циклус, обезбедува најефикасна алоцираност на девизните средства, овозможува детерминирање на реалниот девизен курс и претставува врска помеѓу домашната економија со остатокот

на светот. Стабилноста на одредениот потребен квантум на понуда и побарувачка на девизи, претставува основен предуслов за стабилни девизни курсеви и успешно функционирање на девизниот пазар, што од друга страна е важен фактор на влијание за севкупната финансиска и макроекономска стабилност во домашната економија.

### 3.4. БАНКАРСКИОТ СИСТЕМ И ЕКОНОМСКИОТ ЦИКЛУС

Иако, во помалку развиените земји банкарската доминација е поизразена, сепак и генерално, на светско рамниште, банките се најголемите и најмоќни финансиски институции.

**ТАБЕЛА БР.5: РЕЛАТИВНО УЧЕСТВО НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВРЗ ВКУПНИОТ ФИНАНСИСКИ ИМОТ ВО СВЕТОТ ПО ДЕКАДИ од 1960 до 2002 година**

	1960	1970	1980	1990	2002
<b>Осигурителните друштва</b>					
Животни	19,6%	15,3%	11,5%	12,5%	13,6%
Неживотни	4,4%	3,85	4,5%	4,9%	3,7%
<b>Пензиони фондови</b>					
Приватни	6,4%	8,4%	12,5%	14,9%	14,7%
Државни	3,3%	4,6%	4,9%	6,7%	7,9%
Финансиски компании	4,7%	4,9%	5,1%	5,6%	3,2%
<b>Инвестициони фондови</b>					
Акции и обаврзници	2,9%	3,6%	1,7%	5,9%	10,6%
Пазар на пари	0,0%	0,0%	1,9%	4,6%	8,8%
<b>Депозитни институции</b>					
Комерцијални банки	38,6%	38,5%	36,7%	30,4%	29,8%
Штедно-кредитни организации	19,0%	19,4%	19,6%	12,5%	5,6%
Кредитни задруги	1,1%	1,4%	1,6%	2,0%	2,3%
<b>В К У П Н О</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Извор: Mishkin F(2009).-Монетарна економија, банкарство и финансиски пазари, Business School Edition plus MyEconLab Student Access Kit, 2/E, 07,2009*

Насекаде во светот, дури и во оние земји каде што имаме длабоко развиени пазари на хартии од вредност, како што се САД и Канада, финансирањето на фирмите преку финансиските посредници е доминантно во однос на директното финансирање преку пазарите на хартии од вредност. Во прилог на сè горенаведено служат и податоците за видот на изворите на надворешно финансирање на фирмите во САД и тоа: 40,2% отпаѓа на банкарски заеми, 15,1% на небанкарски заеми, 35,5% зафаќаат обврзниците и само 9,2% акциите (Петковски, 2009).

Доколку каналзирањето на средствата од суфицитарните кон дефицитарните агенти се врши на директен начин, тогаш суфицирарните агенти (штедачите) ќе генерираат информациски трошоци за да се запознаат со перформансите на дефицитарниот агент (на пр. претпријатието) и трансакциони трошоци кои се мерени преку потребното време и средства за реализација на трансакцијата. Улогата на банкарскиот сектор е токму преку финансиската интермедијација да ги намали на овие трошоци, креирајќи финансиски инструменти кои ќе имаат прифатлива цена и ќе соодветствуваат на потребите на економските агенти и економијата во целост. Сервисирајќи ги своите основни функции, банките влијаат врз сопствениот раст а истовремено обезбедуваат канали за поддршка на целокупниот раст на економијата. Во основните банкарски функции се вбројуваат:<sup>52</sup>

- Генерирање на информации за потенцијалните инвестициски можности и потенцијалите за алокација на капиталот: големите трошоци на штедачите за изнаоѓање и проценка на претпријатијата, ќе ги одврати од намерата за соодветно алоцирање на капиталот т.е. ќе ги оневозможи и фирмите да продолжат со инвестиционите активности. Обемот на информации со кои располагаат банките заради разновидноста на кредитното портфолио, овозможува намалување на кредитниот ризик, намалени трошоци за инвестирање т.е. намалени каматни стапки, со што капиталот станува поефтин и подостапен за кредитирање на економската активност;
- Мобилизација на штедењето: мобилизирањето на штедните влогови вклучува намалување на трансакционите трошоци за колективирање на поединечните штедни влогови од огромен број различни субјекти, надминување на информационите трошоци сврзани со довербата на штедачите кон финансиската институција и чувството на контрола врз заштедата. Користејќи ја економијата од обем, банката една иста информација ја користи повеќекратно, а со тоа ја зголемува ефикасната мобилизација на заштедите,

<sup>52</sup> Merton R.C. and Bodiem Z. (1995) – „A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment,, in: *The Gglobal Financial System: A Functional Perspective*, Eds> D. B. Crane. et. al. Boston, MA: Harvard business school press, 1995



алокација на ресурсите, поддршка на инвестиционите проекти и технолошките иновации т.е. економскиот раст и развој;

- Мониторинг и контрола над претпријатијата: банката во улога на делегиран набљудувач има знаење и капацитет да врши контрола над инвестиционата активност на претпријатијата што ги финансира, наместо тоа да го прават многуте поединечни штедачи, што би произвело огромни трошоци и зголемување на каматните стапки како цена на капиталот, со што банката врши влијание на рационално и продуктивно искотристување на капиталот и придонесува за економскиот раст;
- Управување со ризикот: поединечните штедачи не можат да ги дивезифицираат сопствените средства и да го намалат кредитниот ризик, па без банкарското посредување инвестирањето во високоприносни и поризични проекти би изостанало. Освен тоа, банките имаат клучна улога во менаџирањето на ликвидносниот ризик на претпријатијата преку понудата на краткорочни и среднорочни кредитни линии, револвинг кредити, кредитни рамки итн., со што позитивно влијаат врз континуираниот производствен тек на реалниот сектор,
- Специјализација и концентрација на банкарските активности: ефектите од намалувањето на информационите и трансакционите трошоци, економииите од обем и конкурентскиот притисок влијаат врз зголемување на оперативната ефикасност кај банките, специјализација и концентрација на банкарските услуги како и за намалување на нивните цени.

Комерцијалните банки се профитни, депозитни финансиски институции кои во рамки на своето функционирање, од останатите финансиски институции се издвојуваат со неколку важни карактеристики: креираат парична маса, работат со најширок спектар на клиенти, држат трансакциски депозити, учествуваат во извршувањето на платниот промет и се основен инфраструктурен сегмент од механизмите за трансмисија на монетарната политика. Освен *кредитно-депозитните активности, активностите на девизниот пазар и на пазарите на хартии од вредност*, банките во борбата со огромниот конкурентски притисок од финансиското опкружување, сè повеќе се впуштаат

во водите на *инвестиционото банкарство* и во останатите вонбилансни банкарски активности.

Банките се издвојуваат од останатите финансиски институции по тоа што, извршувајќи ги своите активности, тие всушност *креираат пари*. Креираните пари од банкарските институции уште се нарекуваат и секундарни депозити и претставуваат примарни хартии од вредност креирани од страна на банката. Но разликата помеѓу банкарските примарни депозити и другите облици на позајмувања е што првите се прифатени како пари т.е. како средство за размена и плаќање при купувањето на стоки и услуги.

Класичниот модел на *трансмисија на сигналите на монетарната политика* се потпира на банкарскиот систем, како основен елемент при посредувањето помеѓу централната банка, како креатор на монетарната политика и реалниот сектор, како база за перформирање на импулсите. Поради фактот дека депозитите на комерцијалните банки ја формираат паричната маса (која е предмет на регулација на централната банка), мерките на монетарната политика се директно насочени кон банкарскиот систем. При тоа, како суштествен предуслов за ваквата поврзаност при *изборот на монетарно правило* се наметнува потребата од стабилен и ефикасен банкарски систем. Меѓутоа, острата конкуренција на финансискиот пазар условена од силниот бран на дерегулација и либерализација на националните законодавства во 80-тите и 90-тите години, го зголемија учеството и влијанието на небанкарските финансиски институции во финансиските системи и ја повлекоа потребата од концепирање на нови банкарски стратегии надвор билансните активности на банките. Сето ова ја ослабна врската помеѓу централните банки и банкарскиот сектор и допринесе, во услови на високоразвиена и диференцирана структура на финансискиот систем, банките да престанат да бидат примарен столб на монетарната трансмисија, односно банкарските кредити канал на монетарната политика. Затоа, во развиените економии со развиен и високоспецијализиран финансиски систем, контролата над паричната маса првенствено се остварува преку каматниот канал, а не преку количината на паричната понуда. На овој канал, следствено се надоврзува и каналот на цените на реалниот и финансискиот имот. Така при намалување на краткорочните каматните стапки, следи усогласување и

на долгорочните каматни стапки на пазарот на капитал, што доведува до раст на потрошувачката, раст на инвестициите, раст на агрегатната побарувачка, раст на вредноста на реалниот имот и на хартиите од вредност, депрецијација на девизниот курс на домашната валута, зголемен извоз и раст на БДП. Притоа треба да се знае дека факторите на влијание како: мобилноста на капиталот, режимот на девизен курс, варијабилноста на цените, временското задоцнување на монетарните ефекти итн. можат да ги ослабнат влијанието и ефикасноста на монетарната политика при спроведувањето на нејзините цели.

Банкарскиот сектор, обезбедувајќи алтернативни можности за заштедите на населението, бизнис секторот и државните органи преку своите штедни депозити, извршува многу важна улогата и влијание врз целокупното национално штедење, а со тоа и на иницирањето на растот на расположливите финансиски средства, кои можат да бидат алоцирани во профитабилни проекти кај реалниот сектор. Преку соодветните експертизи, матрици и модели за кредитна анализа, банките ја извршуваат својата суштествена улога за економијата: селекција на кредитобарателите, рангирање на потенцијалните проекти според нивната профитабилност и остварливост т.е. правилна алокација на расположливите средства во економскиот систем. Овој сектор обезбедува деноминационо и временско посредување т.е. групирање на малите краткорочни депозити како износи на штедење и нивно групирање со цел давање на големи износи догорочни кредити, врши интермедијацијата на кредитниот ризик (можност за давање на заеми на ризични кредитобаратели, за сметка на емитирани релативно сигурни финансиски инструменти), извршува информационата интермедијација (поради способноста за прибирање на огромен број на информации за индиректно поврзување на суфицитарните со дефицитарните економски единици, како и за кредитните рејтинзи и економските перформанси на заемобарателите). Банките исто така располагаат со соодветна експертиза која спроведува групирање на ризикот, остварено преку инвестирање во голем број на финансиски инструменти со различни карактеристики, а со цел диверзификација на ризикот. Од енормно значење за успешно и профитабилно работење на банките како финансиски посредници се економиите од обем, затоа што со нивниот раст се намалуваат оперативните трошоци по единица трансакција, што

имплицира намалување на цените на финансиските услуги кои ги нудат. Важноста на банкарскиот сектор се огледа и во неговата улога во олеснувањето на трансакциите, доверливоста на услугите кои ги реализираат за своите клиенти, понудата и извршувањето на меѓународни финансиски услуги, советодавната улога која ја вршат во рамки на брокерските услуги и инвестиционото банкарство, сè поголемото учество во осигурителната сфера, во агентурата на недвижности итн.

Во поново време, паралелно на процесот на електронското и интернет банкарството, сè почесто се зборува за личното банкарство, како модел на работа на развиените банки во рамки на којшто, банките воспоставуваат силни врски со сопствените комитенти и на тој начин обезбедуваат континуиран мониторинг врз оперативното и финансиското работење на клиентот / фирмата т.е. воспоставуваат контрола врз менаџерското управување.

Економистите кои се на страната на банкарско-ориентираните финансиски системи, функцијата на банките како контролори на менаџерските бордови во фирмите и во таа смисла и намалувањето на информационите асиметрии, ја користат како аргумент во нивна полза. Опонентите пак на банкарско-ориентираните финансиски системи, (наспроти пазарно ориентираните финансиски системи), сметаат дека банките можат да го забават економскиот раст и развој затоа што имаат склоност да финансираат капитално интензивни проекти кои имаат сигурен поврат на средствата, но сами по себе се конзервативни и носат помал принос, за сметка на технолошко интензивните проекти кои имаат повисока стапка на поврат на капиталот и вообичаено се финансирани преку пазарот на хартии од вредност. Сепак, бројните емпириски студии од различни автори, кои ја третираат врската помеѓу банкарскиот сектор и економскиот раст, недвосмислено зборуваат за нивната позитивна поврзаност. Притоа, најчесто во овие истражувања, врската меѓу банкарскиот развој и економскиот раст е анализирана преку панел студии (врз група на земји), а развиеноста на банкарскиот сектор се мери преку стандардните показатели: приватни кредити (вкупните пласирани кредити на нефинансиски институции), ликвидните обврски и депозитната маса - штедењето.

**ТАБЕЛА БР.6: РЕТРОСПЕКТИВА НА ЕМПИРИСКИ СТУДИИ ЗА ВРСКАТА ПОМЕГУ БАНКАРСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ**

СТУДИЈА	РАВЕНКА ЗА РАСТ	МЕРКА ЗА ФИНАНСИСКИ РАЗВОЈ	МЕТОД	НАОД (НАСОКА И ГОЛЕМИНА НА ВРСКАТА)	СПЕЦИФИЧНОСТИ
Dawson (1998) <sup>53</sup>	БДП раст= f( бруто домашни инвестиции/БДП, пораст на работна сила)	Пораст на МЗ МЗ/БДП	Панел МНК регресија	Позитивна Пораст на МЗ +0,10%	Земји во развој
Tsai и Wu (1999) <sup>54</sup>	БДП раст = F( инвестиции , штедење)	Стапка на искористување на капиталот(агрегатна депрецијација на капиталот/номинален БДП)  Реални каматни стапки  Стапка на банкарска резерва  Стапка на капитална апсорпција (бруто инвестиции/штедење)  Стапка на штедење	Панел МНК регресија	Негативна Каматни стапки - 0,01%  Позитивна стапка на штедење +0,06%  Стапка на капитална апсорпција +0,07%	
Valverde et al. (2004) <sup>55</sup>	БДП раст=f( капитал(инвестиции), степен на образование, учество на индустрискиот сектор во	Кредити на приватен сектор/БДП  Број на банкротства и суспензирани плаќања  XXI Индекс на депозитна маса	Панел ГММ техника	Позитивна Приватни кредити/БДП +0,32%  Инвестициски фондови/БДП +0,064%	17 региони во Шпанија

<sup>53</sup> Dawson, John W (2008)- "Institutions, Investment, and Growth: New Cross-Country and Panel Data Evidence," *Economic Inquiry, Western Economic Association International*, 2008

<sup>54</sup> Shiao-Lin Tsai, Chunchi Wu (1999)-, "Financial Development and Economic Growth of Developed versus Asian Developing Countries: A Pooling Time-Series and Cross-Country Analysis," *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, World scientific connecting great minds, 1999

<sup>55</sup> SC Valverde, FR Fernández (2004)-*The Finance-Growth Nexus A Regional Perspective*, European Urban and Regional Studies, 2004

	економијата , процентуална застапеност на градско население, процентуална застапеност на население со над 65 години, инфлација)	Инвестициони фондови/БДП  Обврски по кредити/вкупни обврски  Број на банкомати/број на филијали  Број на издадени кредитни картички			
Loayza and Ranciere (2006) <sup>56</sup>	БДП раст=F(почетен доход по глава на жител, просечно посетување на срдно училиште од возрасно население, просечен однос на државна потрошувачка и БДП, просечна стапка на инфлација и просечна вредност на премијата на девизниот пазар	приватни кредити/БДП  Ликвидни обврски/БДП	Панел ГММ  Панел ПМГ	Позитивна  од +0,74% до +1,6%- приватни кредити, од +0,32% до +2,1%- ликвидни обврсаки	Банкарските кризи ја ослабуваат врската , но таа останува позитивна
Tang (2006) <sup>57</sup>	БДП раст=F(извоз, увоз, државна потрошувачка во однос на БДП и годишен нпораст на население)	-показатели за развиеноста на банкарскиот сектор (ликвидни обврски во финансиски систем/ БДП, актива на комерцијални банки/БДП, (актива на банки+актива на централна	Панел МНК регресија	Позитивна  Пораст на капиталните текови (приливи и одливи) и банкарските кредити во однос на БДП	Земји во развој и развиени земји

<sup>56</sup> Norman Loayza, Romain Ranciere (2002)-„Financial Development, Financial Fragility, and Growth „, *Journal of Money, Credit and Banking*, 2002

<sup>57</sup> Tuck Cheong Tang (2006)- "New evidence on export expansion, economic growth and causality in China," *Applied Economics Letters*, Taylor & Francis Journals, 2006

	банка)/БДП, кредити на приватен сектор/БДП)		+4,7%	
	-показатели за мерење на капиталните текови (капитални текови( приливи и одливи од СДИ и портфолио инвестиции/БДП) и капитални приливи (приливи од СДИ и портфолио инвестиции/БДП)		Негативна	
			Пораст на капиталните приливи и банкарските кредити во однос на БДП -5,3%	

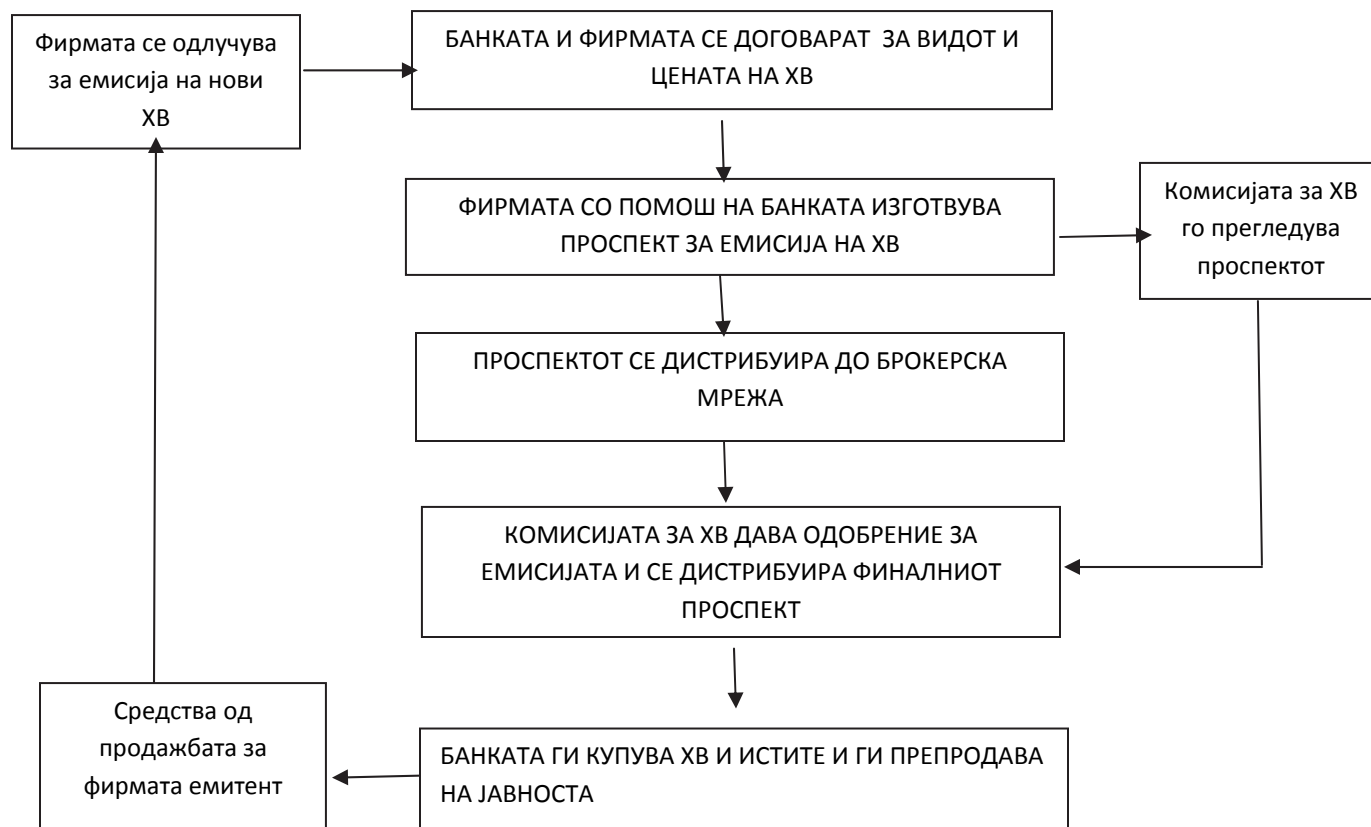
Одржувањето на финансиската и макроекономската стабилност во општеството е основен норматив за одржувањето на здрава инвестициона клима во една економија. Во таа смисла е и постоењето на сеопфатната и коренита регулаторна и супервизорска машинерија во националните економии, како врз целокупниот финансиски систем, така и врз банките како клучни актери во трансмирањето на монетарната политика и канализирањето на финансиите во реалниот сектор. Досегашното искуство покажало дека сценаријата на недоверба во банкарскиот систем резултираат со заштеди „под перница,, кои не можат да бидат функционално вклучени во инвестициониот циклус и дека, појавите на навали на банките имаат далекусежни дисторзивни ефекти врз целокупната економска стабилност и врз економскиот раст и развој. Банките играат суштествена улога во националната економија во процесот на обезбедување на здрав инвестиционен циклус. Ова се одвива преку улогата на банките при стимулирање на штедењето, нивната временската и рочната деноминација на заштедите, преку диверзифицирањето и групирањето на ризикот, преку намалувањето на информационите и трансакционите трошоци и економиите од обем итн. Преку поседувањето на високостручна експертиза за кредитна анализа, банките практично вршат рангирање на кредитобарателите т.е. на инвестиционите проекти според нивната остварливост и профитабилност. Освен тоа, банките имаат развиено широк спектар на практики и процедури за мониторирање на финансиската и оперативната ефикасност на нивните кредитокорисници (евалуација на терен, ананализа на семестралните и годишните финансиски извештаи, учество во управните и надзорните одбори на

фирмите т.е конторла на менаџерското управување итн.). На тој начин тие влијаат врз правилната алокација на ресурсите во економијата.

Постои и друг начин на влијание на банките при креирањето на здрав инвестиционен циклус и тоа преку улогата на *инвестиционите банки*. Постоенето на развиен пазар на хартии од вредност ( како алтернативна можност за обезбедување на дополнителни финансии за фирмите) е основен предуслов за функционирање на услугите на инвестиционото банкарство. Можноста фирмите да ја обезбедат својата финансиска конструкција на примарниот пазар на хартии од вредност е поделена на опција за самостојно, директно издавање на хартии од вредност од страна на фирмата на примарниот пазар на хартии од вредност и вториот модел е преку индиректна емисија на хартиите од вредност т.е. со посредство на инвестициона банка. Притоа ангажманот на банките при новата емисија може да биде преку директен договор меѓу банката и фирмата, преку конкурентен натпревар и понуда на повеќе банки, преку привилегирана претплата за однапред избрани купувачи и преку комисионен аранжман кога банката се јавува како комисионер, при што крајниот ризик од пласманот го сноси самиот емитент. При тоа постапката се одвива на следниот начин: фирмата која има потреба од дополнително финансирање, а економски не е доволно моќна и силна сама да ја реализира емисијата и продажбата на хартиите од вредност, се упатува кај инвестициона банка (или друг финансиски посредник). Од банката се очекува самостојно или во соработка со други банки да посредува во пласманот, или пак во целост или делумно да ја откупи емисијата (сценарио во кое банката или конзорциумот ја преземаат улогата на запишувач и купувач на издадените хартии од вредност).



## ГРАФИКОН БР. 12: УЛОГАТА НА БАНКИТЕ ПРИ ФИНАНСИРАЊЕ НА ФИРМИТЕ ПРЕКУ ПАЗАРОТ НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ



Извор: Кирович М. (2001)-Банкарство, Bridge Company, 2001, Белград

### 3.4.1. ПРОЦИКЛИЧНОТО ВЛИЈАНИЕ НА БАНКИТЕ

Процикличноста може да биде дефинирана како однесување на финансиската институција во време на економска рецесија / експанзија кое ги зголемува амплитудите на двете фази на економскиот циклус. Постојат неколку причини, зошто во суштина финансиските институции можат да влијаат проциклично:

а) емпириската евиденција сугерира дека нестабилноста на цените на средствата вообичаено расте после значаен пад на цените на средствата;

б) паѓањето на цените на средствата води до зголемување на книговодствените загуби на постоечките средства што го прави постоечкиот долг поризичен и ја намалува вредноста на колтералот за евентуално ново кредитирање; и

в) ако финансиските институции сакаат да ја максимизираат стапката на поврат на средства на акционерскиот капитал, тогаш тие можат да го зголемат кредитирањето во периодот на економска експанзија и да го намалат во периодот на рецесија.<sup>58</sup>

Економските експанзии може да произведат услови во кои банките ќе имаат поттик да ги спуштат нивоата на нивните критериуми за кредитирање и оттука, може да дојде до зголемување на банкарскиот ризик. Банкарските менаџери кои преферираат краткорочна профитабилност можат да ги постават кредитните политики детерминирани од условите на побарувачката, што би можело да го засили деловниот циклус (Rajan, 1994). Понатаму, други економисти покажуваат дека ризичното однесување кај банките може да се зголемува при пораст на асиметричните информации-појава типична за економските рецесии (Repullo 2004, Schoors и Vander Venet 2003). Сепак, тие исто така, покажуваат дека ова ризично однесување е помалку веројатно да се случи кога правилата за адекватност на капиталот се обврзувачки. Процикличноста како карактеристика на банкарското кредитирање на бизнис секторот е делумно водена од страна на побарувачката. *Економската рецесија* влијае врз профитабилноста на банките преку намалената побарувачката за кредит. Кога економијата е во рецесија, вредноста на колатералот на некои фирми или нивната нето-вредност опаѓа, што е доволно истите да бидат нотирани како некредитоспособни. Побарувачката за нето работен капитал опаѓа, се намалуваат вработувањата и инвестициите, а паралелно на тоа се намалува и побарувачката за кредити. Во период на економска рецесија станува потешко да се зголемат капиталот и резервите и да се подигне нов капитал. Некои фирми можат да добијат заеми во нивните банки со покачена каматна стапка, но други се едноставно не можат да позајмуваат. За време на *економска експанзија* се случува спротивното: се релаксираат кредитните критериуми, паѓаат каматните стапки и повеќе

---

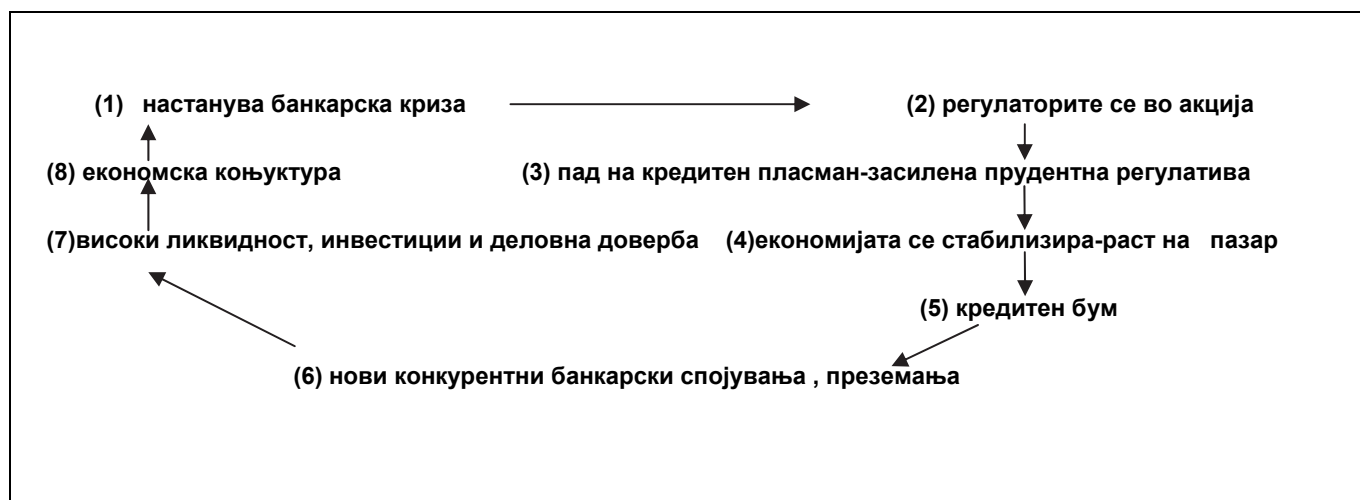
<sup>58</sup> Filipovski Vladimir (2010)-„The Challenges to Financial Regulation From the Global Financial Crisis 2007-2009,, Proceedings of the International Conference: *The Challenges of Economic Theory: The Aftermath of the Global Crisis*, Faculty of Economics, UKIM, 2010, Skopje

бизнис –проекти стануваат прифатливи за заеми. Ова сценарио ни сугерира дека *не само банкарското кредитирање е про-циклично, туку и дека достапноста на банкарските кредити за финансирање на економските активности може да ја влоши големината на флукуациите во фазите на бизнис-циклусот* (Bernanke и Gertler 1989). Во рамки на теоријата за несовершен пазар на капитал е тврдењето дека асиметричните информации и банкарските трошоци се високи во текот на економските рецесии и ниски во текот на економските бумови. Во услови на економска рецесија станува потешко за банките да ја проценат кредитната способност на кредитобарателите како и нето сегашната вредност на инвестициите. Згора на тоа, нето вредноста на компаниите и вредноста на нивните залози опаѓа, што значи дека банкарско посредување станува поризично за време на кризи. Теоретски, банките можат да го надоместат поризичното економско опкружување преку повисоки критериуми во рамки на кредитните анализи, преку повисоки каматни стапки за своите кредити, преку побаран повреден колатерал како кредитно покритие и преку непозајмување на маргинални клиенти (Lown и Morgan, 2001). Некои мислителите сметаат дека рецесијата во 1990 година во Нова Англија е засилена со неподготвеноста на банките да позајмуваат (Sirkaat и Rosengren, 1995). Исто така, во повеќето рецесии и економски кризи во Европа и САД, банките се обвинети за претерана рестриктивност (Economist, 2002).<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Oludele Akinloye Akinboade and Daniel Makina (2009)- „Bank Lending and Business Cycles: South African Evidence,, *African Development Review*, Vol. 21, No. 3, 2009

## ГРАФИКОН БР 13.: ПРОЦИКЛИЧНОСТ НА БАНКИТЕ



**Извор:** Derived from SARB and presented by: Oludele Akinloye Akinboade and Daniel Makina (2009)- „Bank Lending and Business Cycles: South African Evidence,, African Development Review, Vol. 21, No. 3, 2009

### 3.5. ВЛИЈАНИЕТО НА ИНВЕСТИЦИОНИТЕ ФОНДОВИ ВРЗ ЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ

Ако во најширока смисла, финансискиот пазар се дели на пазар на пари, пазар на капитал и пазар на девизи, тогаш, токму со развојот на пазарот на капитал се овозможува и раст на бројот и разновидноста на финансиските институции. Воведувањето на финансиските иновации, дерегулацијата и глобализацијата на финансискиот пазар, доведе до значаен развој на небанкарските посредници. Во одделни финансиски системи и понатаму доминантна улога имаат банките, додека кај други поголемо значење имаат пазарот на капитал и институционалните небанкарски инвеститори. За канализирање на понудата на капитал во најпрофитабилни пласмани и подобрување на алокативната ефикасност на инвестициите, огромен придонес имаат институционалните посредници. Како посредници, всушност, можат да се јават: банките, инвестициските фондови, осигурителните друштва, пензиските фондови и др.

Инвестициските фондови се најтипични претставници од групата млади и ефикасни посредници и учесници на развиениот пазар на капитал. Тие се финансиски организации или институционални инвеститори, што собираат средства од своите вложувачи и истите ги пласираат во краткорочни или долгорочни инвестиции, односно во различни финансиски облици. Инвестициските фондови претставуваат финансиска институција што привлекува средства од малите индивидуални инвеститори, а ним за возврат им издава акции или, поретко, удели од финансиската актива на фондот. На овој начин инвестициските компании, формираните средства ги инвестираат на домашниот или меѓународниот финансиски пазар, и тоа во различни видови хартии од вредност, остварувајќи соодветна диверзификација на инвестираните средства. Овие институции ја збогатуваат институционалната структура на финансискиот сектор, а истовремено го поттикнуваат штедењето и ефикасноста на инвестициите по пат на вложувања во најпрофитабилните хартии од вредност. Основата врз која што е втемелено нивното функционирање е прибирање и концентрација на мали парични износи од страна на голем број лица, диверзификација на индивидуалниот ризик од вложувањето и поголема вкупна ефикасност од вложувањата, особено заради тоа што управувањето со средствата се доверува на професионален и висококомпетентен управувачки тим што овозможува пристап и кон странски know-how. Освен овие специфики, штедењето преку инвестиционите фондови се карактеризира со маркетабилност на активата, транспарентност и споредливост на инвестициите, со сигурна законска рамка за регулирање на оваа материја, но истовремено и со ризик од загуба на дел или на сите вложени средства, а како последица на некои непредвидени шокови. Инвестициските фондови бележат динамичен и експанзивен раст, а зголемувањето на нивното влијание во економиите и нивната популарност меѓу малите инвеститори е резултат на повеќе причини (Мојсоска, 2011):

- фондовите обезбедуваат релативно високи приноси (повисоки од орочените штедни депозити);
- релативно се сигурни (поради диверзификацијата на портфолиото) и
- имаат висок степен на ликвидност (бидејќи акциите на фондот може да се продадат или на фондот, или на пазарот на капитал, во зависност од видот на фондот).

Со својата инвестициска политика и програма, инвестициските фондови утврдуваат каде и во кој износ треба да се пласираат средствата, а понекогаш почитуваат пропишана долна и горна граница на пласманите во еден вид хартии од вредност со што се решава проблемот со диверзификацијата на ризикот, односно неговата дисперзија. Инвестициските фондови можат да стекнуваат принос (кој не е гарантиран) за своите инвеститори преку дивиденда и камати, што се добиваат од вложувањето во хартиите од вредност во портфолиото, преку остварување на капитална добивка којашто им се исплаќа на инвеститорите, доколку се продаде хартија од вредност по повисока цена од набавната и преку раст на вредноста на хартиите од вредност од портфолиото на фондот, а со тоа и раст на набавната цена на акциите на фондот.

Во зависност од тоа кои критериуми се земаат за приоритетни, постојат голем број класификации на инвестициските фондови. Најзастапена поделба на инвестициските фондови, во којашто како критериум се зема начинот на прибирање капитал, е нивната поделба на *отворени инвестициски и затворени инвестициски фондови*. Отворени инвестициски фондови се оние фондови коишто имаат неограничен број удели. Фондот собира средства со продажба на уделите, па така собраните средства ги вложува во различни финансиски инструменти. Со новите вложувања во фондот се креираат и нови удели, а со нив се купуваат нови финансиски инструменти, па на таков начин се зголемува фондот. Затворените инвестициските фондови имаат ограничен број удели. Имотот на затворените инвестициски фондови е поделен на акции, со коишто се тргува на организираниот пазар. Нивната цена се определува според пазарната вредност, во зависност од моментот на понудата и побарувачката. Имено, во моментот на основање на затворениот фонд средствата се собираат со прибирање јавна продажба на акции. Според предметот на инвестирање, позната е поделбата на следниве типови инвестициски фондови: инвестициски фондови што го вложуваат капиталот во хартии од вредност (акциски, обврзнички, парични и дериватни), инвестициски фондови што инвестираат во недвижности и инвестициски фондови што го вложуваат капиталот во посебни финансиски облици, односно инструменти. Практиката покажува дека акциските

фондови се најризични, бидејќи подлежат на многу големи ценовни осцилации, но затоа пак носат највисоки приноси.

Анализата за учеството на инвестициските фондови на пазарот покажуваат дека нивното присуство и распространетост според карактеристиките на регионот е различно. Имено, од вкупниот нивни имот во светот, половината од 16,2 билиони средства припаѓаат на инвестициските фондови во САД, т.е. вкупно 8,1 билиони САД долари. На второ место е Европа со 34% вкупна вредност на имотот, потоа Африка, Азија и пацифичките земји учествуваат со 11%. Според структурата на вложените средства, преовладуваат вложувањата во акции, а тоа со 45%, во обврзници со 20% и останатите се од мешан вид. Ваквата структура многу се разликува во зависност од особеностите на регионите, односно земјите. Така, во САД преовладуваат акциските фондови, и тоа со 50% од пазарниот удел, додека во земјите од ЕУ учеството е со околу 36%. Во транзициските економии доминираат обврзничките фондови, со исклучок на Чешка и Хрватска, во коишто најголем удел имаат паричните фондови (Мојсоска, 2011).

Законската регулатива во САД, во однос на инвестициските фондови, значително се разликува од регулативата за инвестициските фондови во Европа. Во САД, според регулативата инвестициските фондови претставуваат корпорации или бизнис трустови, менаџирани од борд на директори, а се регулирани со Актот за инвестициски компании од 1940 година. За таа разлика пак, во Европа инвестициските фондови се организирани и функционираат според законските прописи, засновани на договорен пристап. Според договорниот пристап, фондот претставува производ на една менаџмент компанија, а провизијата и другите услуги се прецизирани во договорот што се склучува меѓу фондот, менаџерот и инвеститорот. Во транзициските економии, во последниве години забележан е тренд на зголемено вложување во инвестициските фондови, во однос на класичното штедење. Во Хрватска на крајот од 2004 година вкупните средства како дел од БДП изнесувале 2,7% од БДП, додека во Чешка и Унгарија, кон крајот на 2002 година имотот на отворените фондови изнесувал 5% од БДП. Речиси сите земји во транзиција многу заостануваат зад развиените земји што подвлекува дека е потребно уште многу време и напори за да го постигнат нивното ниво.

### 3.6. ЗНАЧЕЊЕТО И ВЛИЈАНИЕТО НА ПЕНЗИСКИТЕ ФОНДОВИ

Современите пензиски фондови своите корени ги наоѓаат во Германија, каде што во 1933 година, со донесувањето на т.н. Бизмарков закон за здравствено осигурување, за вработените во одредени индустриски гранки се овозможува здравствена нега и помош, преку формирање на фонд на придонеси од вработените. Потоа следува бран на донесувања на слични вакви закони во Австрија, Италија, Холандија и Шведска.

Основна функција на пензиските фондови е прибирање на средства од наменски придонеси, (завсно од типот на фондот, нив може да ги уплатуваат вработените, компаниите во кои работат вработените или други лица) и нивна дистрибуција под одредени услови и претпоставки (одреден број на одработени години и возраст) на лица на кои им следува пензија. На овој начин, овие институции осигуруваат постојан и скоро во сите случаи, доживотен тек на доход кај возрасната категорија на граѓани, кои повеќе не се работоспособни. Прибраните средства, пензиските фондови во рамки на временскиот простор помеѓу прибирањето на придонесите и нивното пласирање во форма на пензии, ги оплодуваат на пазарот на капитал. Како големи инвеститори со огромни парични средства не ретко се здобиваат со одредени поволности при инвестирањето, а честа е и праксата на нивна соработка со осигурителните компании и инвестиционите фондови.

Од аспект на заштедите, пензиските фондови можат да бидат анализирани како модел за посредно штедење, кое настанува кога наменските придонеси од вработениот се уплаќаат во фондот, но со цел за одложено користење. При тоа, се извршува функцијата на поврзување на сегашноста со иднината и се остварува можност за интертемпорална потрошувачка. Така вложените средства, индиректно се инвестираат, при што освен што се зголемува штедењето, се врши и употреба и алокација на вложените средства во хартии од вредност и други финансиски инструменти. На овој начин, пензиските фондови го манифестираат сопственото влијание врз прометот, ликвидноста и развојот на пазарот на капитал, влијаат врз зголемување на фондот на заштедите како и на растот на нивната рочност, имаат ефекти врз продлабочување на



конкуренцијата на финансискиот систем, врз воведување на финансиски иновации, врз подобрување на информационата ефикасност на финансиските пазари, врз креирањето и усовршувањето на регулаторните механизми и врз коорпоративното управување (кај фирми чии што акции се поседувани од пензиските фондови).

Паралелно со растот на сумата на средства конторлирани од страна на пензиските фондови, расте и нивната моќ и нивното влијание во економијата. Основниот начин на управување со средствата кај нив е според конзервативната стратегија на вложувања во високосигурни инструменти (државни обврзници, недвижности, банкарски депозити итн.). Поради долгорочноста на средствата кај овие небанкарски финансиски институции, како и поради природата и намената на овие средства, тие се предмет на законски ограничувања на одредени видови на инвестиции, но истовремено се и предмет на одредени даночни ослободувања и олеснувања.

И покрај многуте поделби на пензиските фондови, најчеста е поделбата според задолжителноста на партиципот во нив: на *некапитализирани фондови* и *капитализирани фондови*. Некапитализираните фондови ги прибираат придонесите од сегашните вработени и ги пласираат кај сегашните пензионери, при што остваруваат генерациска размена на средства. Капитализираните или приватни пензиски фондови прибираат придонеси од сегашните вработени, на посебни уплатни сметки за овие лица, а во меѓувреме средствата ги инвестираат. Кај овие фондови, секој вработен поседува сопствена сметка и право на увид на состојбата на истата, при што, кај некои земји е дозволено повлекување на целата парична акумулација и пред стекнување на правото на пензија.

### 3.7. УЛОГАТА НА ОСИГУРИТЕЛНИТЕ КОМПАНИИ ВО ЕКОНОМИЈАТА

Осигурувањето претставува правен однос кој се јавува врз основа на договор, а според кој институцијата за осигурување презема обврска дека, на другата страна – осигуреникот, или на трети лица ќе им ја надомести настанатата штета од неповолниот

осигуран настан, наспроти обврската на осигурениците за навремена уплата на премиите. Покрај превенцијата како начин на заштита од штети, осигурувањето претставува најдобар начин на префрлање на дел од ризикот од настанување на некој неповолен настан, појава или тек, на некоја специјализирана компанија, која во тој случај би извршила целосна или делумна компензација на штетата во форма на пари или во форма на репарација на осигурениот предмет во физичка смисла.

Почетоците на осигурувањето се поврзани со компензирање на штети при тргување со стоки за ограничен број на трговци, додека корените на модерното осигурување се поврзани со познатата компанија Lloyds, која уште во 17 век најпрво неформално, а подоцна и формално, станува место на среќавање на осигурувачи и на прибирање на информации за транспортните бродови, нивните траектории, купопродажните договори итн. Во рамки на законот за големи броеви, преку актуарски пресметки, статистички се следи, најчесто годишното појавување на настаните и ризиците кои се осигуруваат. Притоа се врши согледување на потребните средства за исплата на компензации и оштети и тие средства се распределуваат на осигурениците од соодветниот ризик, преку пресметување на премијата што тие ја плаќаат. Всушност, осигурителните компании вршат управување со ризикот од настанување на штета во имотот и животот на луѓето, преку здружување на премиите за тој ризик од повеќе субјекти и врз основа на тоа преземената обврска за обештетување.

Постојат повеќе критериуми за поделба на осигурителните компании, (според објектот што е предмет на осигурување: осигурување на имот и осигурување на лица, според настанувањето на осигурителните односи: договорно и законско, според просторот на остварување на осигурувањето: домашно и меѓународно, според начинот на распределба на ризикот: примарно осигурување и реосигурување, според местото на настанување на штетата: копнено и поморско итн.), но најпозната е поделбата на четирите класи на осигурување: осигурување на живот, осигурување од пожар, осигурување на транспорт на стоки и осигурување од несреќен случај.

Прибраните средства од премиите како и сопствениот капитал, осигурителните компании ги вложуваат на пазарот на капитал, на пазарот на пари и во други финансиски институции со што вршат оплодување на капиталот и негова дистрибуција во

економијата, при што допринесуваат за негова адекватна алокација и искористување. Овие финансиски институции се стремат да создадат оптимално портфолио на инвестиции, што подразбира оптимална и најефикасна замена на ризикот и профитот, имајќи ги предвид постојните законски ограничувања за инвестирање во одредени инструменти. Оптималноста претпоставува креирање на портфолио со таков сооднос помеѓу приносот и ризикот при што, било каква друга комбинација не би можела да значи зголемување на приносот при ист ризик или намалување на ризикот при ист принос. При креирањето на портфолиото, набљудувано низ призма на рочноста, дел од средствата стратешки се алоцираат во дадени финансиски инструменти, при што се остава простор, друг дел од средствата кои можат да имаат прилагодлив карактер, да бидат алоцирани во краткорочни инструменти. Постои разлика меѓу видовите на осигурување и изборот на стратегија на вложување на средства. Долгорочноста на средствата прибрани од премиите за живот и дава можност на осигурителната компанија за нивно долгорочно врзување.

Во рамки на анализата за приливите и одливите на средствата (како и карактерот на премиите и динамиката и соодносот на нивната исплата), осигурителната компанија донесува одлука за начинот на инвестирање и големината на инвестираните средства. Како ограничувачки фактори при изборот на вложувања, предвид се земаат инфлацијата која влијае на вредноста на средствата, како и даночните прописи кои имаат значајна улога. Поради значајноста и влијанието што осигурителните компании го имаат не само за стабилноста финансискиот систем туку и за макроекономската стабилност, истите се предмет на опсежна регулација, која во земјите како САД и Велика Британија се заснова на оцена на работата на менаџментот, додека во Европа, повеќе се застапени квантитативните ограничувања при вложувања во одредени инструменти.

Во пазарна констелација на услови и конкурентски натпревар помеѓу финансиските институции, осигурителните компании, сè повеќе ја прошируват својата дејност преку воведување на нови услуги и инструменти, при што стануваат финансиски конгломерати со најразлични алтернативи за инвестирање. Осигурувањето на животната рента, како форма на штедење и инвестирање, е еден од начините да се дојде до дополнителен приход во западните земји како САД, Велика Британија,

Германија итн. Во Германија, во последните неколку години преку осигурителните компании, во просек се инвестираат околу 55 милијарди евра, што е повеќе од класичното штедење, инвестирањето во инвестиционите фондови, сертификатите од депозит и другите начини на штедење. Осигурителните институции, освен тоа што често се јавуваат како значајни, а понекогаш и доминантни инвеститори во компании, банки и други институции, основаат и свои компании кои работат на полето на инвестиционите фондови. Во рамки на тенденцијата за заштита од ризикот и максимирање на профитот, осигурителните фондови се појавуваат и како понудувачи на осигурителни, дериватни хартии од вредност. Секјуритизацијата во осигурувањето се извршува преку трансформација на готовинскиот тек и создавање на нови хартии од вредност (финансиски инжинеринг) и трансфер на ризикот поврзан со соодветното осигурување на пазарот на капитал, преку тргување на тие вредносни хартии, при што имателите на ваквите хартии од вредност се јавуваат како еден вид на реосигурители. На овој начин се овозможува збогатување на понудата на финансиските пазари со нови инструменти за штедење, прибирање средства и пренос на ризикот.

**ТАБЕЛА БР.7: ОСИГУРИТЕЛНА ПРЕМИЈА ВО СВЕТОТ ОД 2006 ДО 2009 ГОДИНА (во САД долари)**

Година	ЖИВОТНО	НЕЖИВОТНО	ВКУПНО
<b>2006</b>	2 125 791,00	1 549 100,00	3 674 892,00
<b>2007</b>	2 441 823,00	1 685 762,00	4 127 586,00
<b>2008</b>	2 439 294,00	1 780 776,00	4 220 070,00
<b>2009</b>	2 381 566,00	1 734 529,00	4 066 095,00

*Извор: World Overview, Building an effective finance control and fast book: international insurance fast book 2011*

Од табеларниот приказ е евидентно дека на осигурителниот пазар и покрај негативните ефекти во услови на глобална економска криза, постои тренд на зголемување на премиите на осигурување и нивниот процентуален пораст изнесува 10,6%.

### 3.8. ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВО ТРАНЗИЦИОНИТЕ ЕКОНОМИИ

Развојот на финансискиот сектор во транзициските економии е особено важен, пред сè поради неговото влијание врз брзото и успешно спроведување на транзициониот процес. Во услови на непазарна економија, банкарскиот сектор иако доминантен беше во целосна рунирана состојба, со доминација на државната сопственост, со висок процент на деликвентни кредити во однос на вкупната банкарска актива (што се одразуваше на цената на финансиите во форма на каматни стапки со високи маргини како разлика помеѓу активната и пасивната камата), со висока банкарска концентрација и концентрација по одделни сектори и гранки, со состојби во кои кредитокорисниците се истовремено и во редовите на надзорните и управните тела на банкарските институции итн. Ова во многу земји наметна потреба од санациони програми, наменети за банкарскиот сектор, при што паралелно со сопственичката трансформација на банките, се вршеа отпишувања на лошите заеми, се отвараше влез за странски капитал, се вршеше реорганизација и модернизација на банкарското работење (според пазарните принципи со воведување на нови стратегии на банкарски менаџмент, матрици за кредитна анализа, континуиран мониторинг на кредитокорисниците) итн. Забележано е дека во почетниот период од околу 5 години од транзицијата, во транзиционите земји постои прифаќање на политика на доста либерален влез на странски капитал, како услов за издавање на банкарски лиценци (во Чехословачка тој минимум изнесувал 2,75 милиони долари во 1990 година, во Словенија 5 милиони долари во 1991 година, во Полска 3 милиони доалри во 1989 година итн.). Освен реструктурирањето на веќе постојните финансиски посредници (банките), во согласност со потребите на пазарната економија, развојот вклучува и обезбедување на услови за градење на дотогаш непостојните делови од финансискиот сектор, односно пазарот на капитал и останатите небанкарски финансиски посредници. Анализата на финансиските институции во земјите во транзиција започнува со опсервирање на основните карактеристики на транзиционите процеси во овие земји.

Како резултат на изборот на моделот на масовната приватизација, со издавање ваучери на граѓаните, се јави потребата од финансиски институции, што ќе посредуваат

меѓу сопствениците на ваучери и компаниите што треба да се приватизираат. Масовната приватизација, главно, наложува исполнување на две цели, односно: пренос на средствата од државна во приватна сопственост на брз начин и осигурување на политичка поддршка, т.е. општа поддршка од домашната популација. Најголема улога во масовната приватизација изиграа *инвестициските приватизациски фондови*, и тоа во фазата на имплементацијата и развојот на финансиските институции, како и пазарот на капитал во постприватизацискиот период. Инвестициските приватизациски фондови претставуваат финансиски интермедиери што имаат право да примаат ваучери, како средства за плаќање на правата, за коишто тие вршат емисија, а притоа ги користат за да стекнат акции во компаниите во текот на приватизацијата. Во одделни земји тие биле основани како конкретни ваучерски фондови или приватизациски фондови, а во други функционираше како соодветно регистрирани инвестициски фондови, што имаат право да учествуваат во приватизацијата преку стекнување на дел од капиталот, особено на малите инвеститори во форма на ваучери (користејќи го истиот за инвестирање во други компании). Инвестициските приватизациски фондови се дизајнирани така што можат да придонесат за брза имплементација на приватизацискиот процес. Тие акумулираат капитал од населението и можат да го инвестираат во голем број на големи компании и притоа го диверзифицираат ризикот. Масовната приватизација се разликува во сите транзициски земји и таа може да се подели според три модели, односно :

- моделот на слободен пазар (Free market model);
- моделот на ограничен пазар (Restricted Market Model) и
- моделот со регулиран пазар (Regulated Market model).

Главната разлика меѓу овие модели е следнава: првиот модел се разликува според процесот во којшто се основани фондовите, а вториот модел е карактеристичен според правилата за стекнување на ваучерскиот капитал од страна на инвестициските приватизациски фондови и третиот е специфичен според процедурите, што го покриваат делот за стекнување и композиција на портфолиото на фондот. Според податоците и принципите на инвестициските приватизациски фондови, приватизацискиот процес иницијално го започнале Русија и Чешка, а останатите транзициски економии (Полска,

Унгарија, Романија, Бугарија и др.) многу подоцна се вклучиле во него и тоа го направиле преку т.н. масовна приватизациска програма.

Акционерските фондови во транзициските земји имаат помал удел, бидејќи, во основа, пазарите во овие земји имаат плиток и недоволно развиен пазар на капитал. Левин смета дека постои зависност меѓу ефикасноста на правниот систем и ефикасноста на пазарот на акции. Поточно, во земјите каде што правните институции не осигуруваат заштита на цените на домашните акции и тие се движат еднакво за сите акции, постојат помалку информации за поединечните цени на акциите. За разлика од нив, во земјите со среден приход акциските фондови имаат мал удел, главно поради недостигот на доверба и интегритет на локалните пазари на капитал, ниска толеранција на ризикот кај инвеститорите, па затоа големите и побогати инвеститори ги користат главно странските инвестициски фондови (Levine, 1997).

Карактеристично за инвестиционите фондови во транзиционите економии во првите години од нивното функционирање се нивните слаби резултати: дисконтната стапка на пазарната цена на акцијата на фондот по акција во Чешка се движи од 67% до 82%, во Бугарија е околу 50% (приближно како во Полска) споредбено со САД каде што е само 10%. Како дополнителен индикатор за илустрација е и падот на учеството на акциите во вкупниот промет на берзите (во Полска пад од 4% на 1,5%). Како негативност при работата на инвестиционите фондови, се наведува неможноста за откуп на продадените удели, назад, повторно од самиот фонд, (одлика на затворениот тип на фондови), што не е типично за развиените пазарни економии, каде што се поприсутни отворениот тип на фондови. Во делот на хармонизација на законодавството со она на Европската Унија, најдобри резултати оствариле Полска, Литванија и Естонија. Вака поставеното функционирање на инвестиционите фондови во транзиционите економии не ги исполни во целост очекувањата од нивното кооперативно управување со фирмите и продлабочување на пазарот на капитал.

Во рамки на транзициониот процес, како неопходност се наметна потребата од реформи на наследениот државен *пензиски систем*. Оваа потреба се јави како резултат на неповолната демографска структура, односот вработени / пензионери, високите стапки на пензиските продонеси, евазијата на пензиските средства, буџетските трошоци

поврзани со пензиските трансфери итн. Во некои од земјите најпрво започнуваат да се формираат доброволните пензиски фондови, така што на крајот на 1995 година во Чешка постоеле 40 приватни пензиски фондови, со 1,2 милиони учесници и 160 милиони долари акумулирани средства, во Унгарија 120, со 200 000 учесници и 50 милиони долари акумулирани средства, во Русија околу 800 приватни фондови итн. Во втората половина од 90-тите започнува сеопфатната пензиска реформа во поголемиот број на транзициони економии. Во 1998 во Унгарија а во 1999 и во Полска се воведени тростолбени пензиски системи (по примерот на развиените земји: задолжителен државен, задолжителен приватен и доброволен приватен). Ваквиот бран на реформи продолжува и кај Литванија, Чешка, Бугарија, Хрватска, Латвија и Естонија. Во однос на инвестиционата полтитка, во рамки на регулативата постојат конкретни ограничувања за инвестиции во одредени видови инструменти.

Анализата на *осигурителните компании* во транзициониот процес покажува изразена државна доминација по видови на осигурување или по географски области. Во Чешка постоела само една осигурителна компанија, а во Бугарија, Унгарија и Полска постоеле два вида на осигурителни институции, на пример за домашно осигурување и за осигурување и реосигурување на надворешно-трговски трансакции. Ваквата состојба ја наметнала потребата од демонополизација на осигурителниот сектор и отварање влез на нови, приватни осигурителни компаниии што само по себе, на почетокот на 90-тите години повлекло и зголемен број на осигурителни компании во транзиционите земји (дел од нив биле ниско капитализирани и неактивни). За разлика од развиените земји, кај транзиционите економии односот на премиите на неживотно спрема животно осигурување за интервалот 1989-1998 година изнесувал 82,4% : 17,6%, а стапката на пенетрација, која изразена како учество на вредноста на осигурителните премии во БДП, го покажува значењето на осигурителниот сектор во однос на вкупната економска активност на една земја: во животното осигурување во Словачка изнесувала 0,9%, Чешка 0,85% и Словенија 0,81%. Во рамки на земјите од ЕУ, овие стапки се разликуваат и во Грција изнесуваат 0,93%, во Португалија 3,05%, во Шпанија 2,51%, во Австрија 2,15%, во Ирска 5,61% итн. Споредбено на ова, стапките на пенетрација на неживотното осигурување изнесуваат: 2,57% во Словенија, 2,52% во Хрватска, 2,25% во Чешка,



2,13% во Латвија, додека во земјите од ЕУ во Ирска 2,68%, Португалија 2,73%, во Шпанија 2,73% , во Австрија 3,17% итн. Паралелно со демонополизирачкиот процес, во транзиционите земји се одвиваше процес за влез на странски капитал, а многу државни монополи се трансформирани во акционерски друштва. Странскиот капитал бележи рапиден пораст во осигурителниот сектор во Унгарија, Естонија и Полска во однос на ниското присуство на истиот во Словенија, Русија и Хрватска. Бавниот процес на реформирање на финансискиот систем во транзиционите економии е илустриран од податоците за ниското учеството на вкупните средства на институционалните инвеститори во однос на БДП, за десетгодишен транзиционен период.

**ТАБЕЛА БР.8: ИМОТОТ НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ (ПО ДЕСЕТГОДИШЕН ТРАНЗИЦИОНЕН ПЕРИОД) ВО ТРАНЗИЦИОНИТЕ ЕКОНОМИИ И ВО СПОРЕДБЕНИ ЕКОНОМИИ**

ЗЕМЈА	ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ (% ОД БДП)	ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ (% ОД БДП)	ОСИГУРИТЕЛНИ КОМПАНИИ (% ОД БДП)	ВКУПНО (% ОД БДП)
ЧЕШКА	8	2	9	19
ПОЛСКА	8	2	5	15
УНГАРИЈА	12	4	3	19
СЛОВЕНИЈА	5	0	4	9
СЛОВАЧКА	6	0	4	10
ЕСТОНИЈА	5	0	3	8
ЛАТВИЈА	5	0	1	6
БУГАРИЈА	5	0	1	6
РОМАНИЈА	8	0	0	8
ХРВАТСКА	2	0	2	4
РУСИЈА	2	1	1	4
КАЗАХСТАН	3	3	1	7
ЧИЛЕ	5	40	13	58
ЈУЖНА КОРЕЈА	20	2	16	38
ПОРТУГАЛИЈА	21	11	10	42
ГЕРМАНИЈА	28	13	32	73
ВЕЛИКА БРИТАНИЈА	60	101	89	250
САД	129	90	43	262

Извор: World Bank data base

Ваквата слика, заедно со другите фактори за неразвиеност на пазарот на капитал, повлекуваат и пониско ниво на меѓународна интеграција, помал обем на инвестиции, помала искористеност на капацитетите и помала стапка на раст во транзиционите економии. Имајќи го предвид влијанието на доброфункционирачкиот финансиски систем

за целокупната макроекономска и финансиска стабилност, останува фактот дека транзиционите економии имаат сеуште за одработување од агендата за постигнување на соодветно ниво на финансиска развиеност и финансиска интегрираност, што од друга страна претставува значаен императив, во силниот глобализационен бран, тие успешно да испливаат од светските маргини.

### 3.9. МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ КАКО ЦЕЛ НА МЕЃУНАРОДНИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ

Во тенденцијата за возобновување на меѓународниот монетарен систем, светските сили подолго време разменуваале мислења, искуства и информации, како резултат на што, во 1944 година биле изработени четири плана за темелите на меѓународниот монетарен систем од страна на Велика Британија, Франција, Канада и САД. По одржувањето на *Бретенвудската конференција*, било одлучено дека компромисот помеѓу плановите на Велика Британија и САД ќе понуди одржлива макроекономска и финансиска стабилност, ефикасен систем на меѓународни плаќања и меѓународна ликвидност, стабилност на девизните курсеви и враќање на конвертибилноста на националните валути во злато. Притоа, по предлогот на американскиот економист Вајт, бил основан **Меѓународниот монетарен фонд (IMF)** со следните задачи и цели, важечки и денес:

- ✓ Обезбедување на соработка и консултации меѓу земјите членки за надминување на меѓународните спорови и проблеми;
- ✓ Обезбедување урамнотежен раст на меѓународната размена, во функција на постигнување на висока вработеност, раст на реланиот доход и развој на производниот потенцијал на земјите членки;
- ✓ Обезбедување на механизми за избегнување на конкурентската депресијација и одржување на стабилноста на девизните курсеви;
- ✓ Воспоставување на мултилатерален систем на меѓународни плаќања со цел надминување на девизните ограничувања, како пречка за меѓународната трговија;
- ✓ Обезбедување на земјите членки пристап до краткорочни финансиски средства, со цел корегирање на краткорочните нерамнотежи кај билансот на плаќања;

- ✓ Спроведување на мониторинг врз економскиот развој на земјите членки, како и на нивните трговски и капитални политики;
- ✓ Воспоставување на правила за меѓународната трговија и финансии;
- ✓ Обезбедување на техничка, економска и финансиска помош на членките.

Средствата на фондот се акумулирале од уплатите на квотите од земјите членки, чија што висина била детерминирана според големината на БДП на земјата членка, обемот на девизните резерви и учеството на земјата во меѓународната размена. Притоа, 25% од квотата се уплаќала во злато, а остатокот од средствата во националната валута на членката на фондот. Освен тоа, ММФ емитува и продава обврзници на земјите членки кои имаат суфицит во платните биланси и така прибраните средства ги пласира кај земјите кои имаат потреба од краткорочни девизни средства. Земјите во рамките на фондот, биле обврзани да водат политика на фиксен девизен курс според точно определен златен стандард, со можност за отстапувања од  $\pm 2,25\%$ . За да се зајакне макроекономската и финансиската стабилност, бил воведен и *системот на важење на златна валута*, според кој, сите валути се заменливи со американската валута, а само таа е заменлива со злато. Сите земји членки, по цената на својот кредибилитет, биле должни да го одржуваат фиксниот девизен курс и доколку е потребно, сите расположливи ресурси да ги стават во функција на поддршка на американскиот долар. Со топењето на златните резерви во САД и американската валута ја губи својата конвертибилност во злато и доживува повеќекратна девалвација. Од страна на земјите членки на Европската економска заедница се формира т.н. *систем на змија*, во кој курсевите на нивните валути слободно флукутираат до  $\pm 2,25\%$  во однос на валутите на земјите надвор од економската заедница, а кај економски послабите економии, овие маргини изнесувале до  $\pm 7\%$ . Паралелно со овие случувања, десетте најразвиени западноевропски земји го формираат Парискиот клуб, преку кој издвојуваат дополнителни средства за ММФ, кои би им биле достапни во случај на интервенција во домашните економии. Подоцна, овие неискористени средства остануваат на целосно располагање на фондот. По завршувањето на нафтената криза, повеќето од земјите ја напуштиле политиката на слободни флукутирачки курсеви и спроведувале политика на раководно-флукутирачки девизни курсеви. За да се анулира негативноста од меѓукурсните разлики при трансферите на средства од ММФ, воведен е

инструментот *Специјални права за влечење (SDR)*, што претставува меѓународна пресметковна единица за израз на побарувањата и обврските. Освен овој инструмент, *евродоларските депозити* играат значајна улога во меѓународните текови на стоките и капиталот. Со цел извршување на сопствените крајни задачи и цели, во рамки на функционирањето на фондот се креираат и нови институции и инструменти. За илустрација ќе ги наведеме: *Општ зајмовен аранжман (GAB)*, *Сметка за субвенционирање (Subsidy account)*, *Старателски фонд*, *Кредитна линија за дополнителни средства за структурно приспособување (SAF)*, *Зголемени средства за кредитно приспособување (ESAF)*, *Средства за компензирано и контингентно финансирање (CCFF)*, *Средства за системска трансформација (STF)*, *Нови аранжмани за задолжување (NAB)*, *Средства за дополнително финансирање (SFF)*, *Средства за намалување на сиромаштијата (PRGF)*, *Иницијатива за презадолжените земји (HIPC)*, *Контингентна кредитна линија (CCL)* итн. (Кикеркова, 2003).

Во рамки на Бретенвудската конференција, прифатен е предлогот на Кејнз да се формира **Банка за обнова и развој (IBRD)** која ќе обезбедува финансирање на долгорочни проекти за реконструкција на економиите кои се од државен интерес, а за кои нема интерес приватниот капитал. Со тоа, функционирањето на оваа банка требало да обезбеди опкружување во кое приватниот капитал ќе биде најпродуктивен. Членувањето кај банката е условено со членство кај ММФ и затоа овие две најважни меѓународни економски институции се нарекуваат и бретенвудски близнаци. Средствата со кои оперира банката се прибираат преку уплаќање на квоти (квотата се одредува во зависност од економскиот капацитет на земјата и повлекува правопрпорционално учество на гласови: најпрво се уплаќале 20% од нејзиниот износ од кои 2 % во злато а останатите се издвојувале на посебна сметка кај централната банка, додека подоцна се уплаќале само 3% од средствата од квотата), преку емисија на високосигурни хартии од вредност и преку позајмувања од меѓународниот пазар на капитал. Овие средства се потенцијална можност, за сите земји кои се помалку развиени, кои ги исполнуваат строгите критериуми за проектната документација и кои немаат капацитет да го издржат задолжувањето по пазарни услови, да добијат поволни кредити, кои вообичаено се одобруваат со грејс период од 5 години, со рок на отплата од 20 години и со државна

гаранција за враќање на иститите. По краткото опстојување на Банката за обнова и развој, истата се здобила со статус на специјализирана агенција на Обединетите нации. Подоцна во нејзини рамки се формирани и *Меѓународното здружение за развој (IDA)* за финансирање на најнеразвиените земји, *Меѓународната финансиска корпорација (IFC)* за стимулирање на инвестиции кај понеразвиените земји, *Мултилатерална агенција за гарантирање на инвестициите (MIGA)* во поглед на ризикуиот од воени судири и доследно спороведување на договорните клаузули и *Меѓународен центар за решавање на инвестициони спорови (ICSID)*, кои во јавноста се познати како *Групација на светска банка* додека *IBRD* и *IDA* се познати уште и како *Светска банка (The World Bank)*.

Откако во април, 1972 година, земјите членки на Европската економска заедница (ЕЕЗ) склучија спогодба во Базел за дозволено флукутирање на девизните курсеви на валутите од земјите членки од ЕЕЗ, позната како *Европска монетарна змија*, наредната година следувааше формирањето на Европскиот фонд за монетарна соработка и воведувањето на Еки во 1974 година. Во 1988 година Европскиот совет основа Комитет за премин кон економска и монетарна унија. Овој комитет го изготви т.н. Долоров извештај и трите фази за премин кон економска и монетарна унија (*првата фаза* на ЕМУ<sup>60</sup> за координација на монетарните политики, стабилност на цените и изготвување на Протокол за статутот на европскиот систем на централни банки и Европска централна банка како и Протокол за статутот на европскиот монетарен институт, *втората фаза* за основање на Европскиот монетарен институт како привремена институција за преод кон Европска централна банка и *третата фаза* за формирање на Европска централна банка, воведување на еврото и фиксниот девизен курс). Во 1989 година Европската економска заедница го воведо Европскиот механизам на девизни курсеви со многу тесна рамка на флукутирање од +/- 2,5%. Во декември 1996 година, во рамки на втората фаза од Делоровиот извештај, Европскиот монетарен институт изготви извештај –Резолуција на европската комисија за нов механизам на девизниот курс (ERM II) меѓу Евро-зоната и останатите земји на ЕУ. Со познатата Мастришка спогодба од 1991 година, авторитетите на Унијата планирале обединување во монетарна унија најдоцна до 01.01.1999 година.

---

<sup>60</sup> ЕМУ е кратенка за Европска монетарна унија

Поради различните социо-економски услови на земјите во Унијата, спогодбата ги задолжила сите земји кои тендираат да бидат дел од унијата, да водат политика на стабилни цени, да одржуваат ниски каматни стапки, стабилен девизен курс и стабилни јавни финансии. На таргетираната дата само 11 земји, кои ги исполнувале критериумите на конвергенција, стануваат основачи на Европската монетарна унија, прифаќајќи го еврото како единствена важечка валута. Данска, Шведска и Велика Британија одлучуваат да не бидат дел од монетарната заедница, а Грција иако тежнеела, не ги исполнила критериумите за тоа. Со формирањето на Европската монетарна унија се очекувало да се добие рационално искористување на девизните резерви од страна на Европската централна банка, да се создаде силна валута која ќе му се спротисти на американскиот долар, да се постигне целосно обединување на пазарот на капитал, фискална хармонизација, а со сето тоа и поефикасна монетарно – кредитна политика. Од друга страна, членството во монетарната унија е поврзано со многу отстапки во поглед на откажување од дел од својот национален суверенитет и независноста на монетарните власти и нивно пренесување на Европската централна банка (ЕЦБ). Во рамки на функционирањето на Европската Унија се формирани и нејзини помошни тела и институции како Европската комисија (ЕК), Европската инвестициона банка (ЕИБ), Европскиот парламент, Еуростат, Комитетот за региони и Економско-социјалниот комитет. Тековната економска криза ги подвлече слабостите во функционирањето на Европската Унија и во таа смисла ја наметна потребата од неодложна фискална координација и консолидација на јавните расходи помеѓу земјите, како и од намалување на буџетските дефицити и јавните долгови кај земјите членки на унијата. Меѓународната економска мисла сè повеќе е насочена кон креирање на меѓународни стратегии и механизми за јакнење на економската и макрофинансиската стабилност.

## ЧЕТВРТИ ДЕЛ

# ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ И ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА

#### 4.1. ВИДОВИ ФИНАНСИСКИ КРИЗИ

Негативниот раст на БДП, кој трае два или повеќе квартали се нарекува *рецесија*. Рецесијата која трае подолго се нарекува *депресија*, додека периодот на бавен, но не и на безусловно негативен раст понекогаш се нарекува *економска стагнација*. Во 19-от и раниот 20-ти век, голем број финансиски кризи се поврзувани со банкарски паники, и многу рецесии се случиле истовремено со овие паники. Други ситуации кои често се именуваат со терминот финансиски кризи се: падовите на берзанските пазари и „пукањето“ на другите финансиски меури, како и валутната криза и сувереното неисплаќање (кога една држава не може да го исплати својот долг). Многу економисти понудиле свои теории за тоа како се развиваат финансиските кризи и на кој начин може да се спречат. Сепак, и покрај сè поголемото кумулирано економско знаење, светот не е имун на финансиските кризи и ден денес.

**Банкарските кризи** се појавуваат кога некоја банка доживува ненадејно и брзо повлекување на средствата на вложувачите и кога оваа појава ќе се прошири на останатите банки, се нарекува појава на „*навала на банките*“. Поради тоа што банките позајмуваат најголем дел од готовината што ја добиваат во форма на депозити, тешко е подоцна брзо да ги исплатат сите депозити, ако истите се барани од вложувачите ненадејно. Така, нагло повлекување на депозити може да доведе до банкрот на банката, предизвикувајќи голем број на вложувачи да ги изгубат своите заштеди. Вложувачите се заштитени од губење на заштедите само ако нивните заштеди се покриени со депозитарно осигурување во осигурителни фондови. Состојбата кога банкарските навали се широко распространети се нарекува *системска банкарска криза* или поедноставно *банкарска паника*. Состојбата пак кога банките не сакаат да позајмуваат пари поради тоа што се загрижени дека немаат доволно расположливи средства, често пати се нарекува *кредитен теснец*. На овој начин, банките делуваат проциклично т.е. стануваат забрзувачи на финансиската криза. Навалата на „Банката на САД“ во 1931 година и банкарската навала од Northern Rock во 2007 година се примери за банкарски навали. Понекогаш, овде се вбројува и колапсот на Bear Sterns во 2008 година, и покрај тоа што Bear Sterns беше инвестициона, а не комерцијална



банка. Во 1980-тите американската криза на штедилниците доведе до кредитен теснец, кој се смета за главен фактор во американската рецесија од 1990-1991 година.

Девизните пазари се економски организирани простори каде што се сочелуваат понудата и побарувачката за девизни средства. Во земјите каде што се води политика на фиксен девизен курс, еден од проблемите е тоа што тие вредноста на својата валута ја врзуваат за вредноста на странската валута, при што земјата всушност се откажува од еден суштествен инструмент на економската политика т. е монетарната политика. Кога една земја што одржува фиксен девизен курс е ненадејно присилена да ја девалвира својата валута поради шпекулативен напад на капитал (а заради високите каматни стапки во нападнатата земја и апрецираната домашна валута), настанува криза која се нарекува **криза на валути** и која доколку се прошири може да предизвика **криза на девизниот пазар** или проблеми во билансот на плаќање. Неколку валути кои беа дел од Европскиот механизам на девизен курс доживеаја кризи во 1992 - 1993 година и беа присилени да девалвираат или да се повлечат од механизмот. Друго сценарио на валутни кризи се случи во Азија од 1997 до 1998 година.

Кога една земја не може да го исплати својот суверен долг, тоа се нарекува **суверено неисплаќање или должничка криза**. И покрај тоа што и девалвацијата и долгот би можеле да бидат одлуки на владите и последица на водењето на макроекономската политика во земјата, тие често пати се сметани за резултат од промената на инвеститорското чувство, што доведува до ненадејно запирање на капиталните приливи или ненадејно зголемување на капиталниот одлив. Голем број на латино-американски земји не можеа да го исплатат својот долг во раните 1980-ти години. Руската финансиска криза од 1998 година резултираше во девалвација на рубљата и со непокриеност на руските владини обврзници. Денес, сите сме сведоци на банкротот кој го доживеа Грција и на опасноста кој му се заканува на светот од новиот бран на должничка криза.

Финансиската актива (на пример: акциите) создава **шпекулативен меур** кога нејзината цена ја надминува сегашната вредност на идните приходи (каматите или дивидендите). Доколку поголем дел од учесниците на пазарот купуваат капитал првенствено со надеж подоцна да го продадат по повисоки цени, наместо да го купуваат

истиот за да остварат приход во моментот, тоа би можело да биде сигнал дека меурот постои. Ова претпоставува дека постои и ризик за пад на цените на активата: учесниците на пазарот ќе продолжат да купуваат сè додека очекуваат други да прекупуваат од нив, и кога многумина ќе одлучат да продаваат, ќе дојде до пад на цените. Познати примери за меури и опаѓања на цените на акциите и другите цени на активата се: падот на Вол Стрит од 1929 година, јапонскиот имотен меур од 1980-тите, пукањето на dot-com меурот во 2000-2001 година и актуелниот дефлациски меур на недвижности во САД.

Со процесите на зајакнување на трговските врски помеѓу земјите, и трендот на либерализација и глобализација на финансиските пазари, доаѓа и до релативно лесно пренесување на финансиските кризи од една земја во друга т.е до создавање на **меѓународни финансиски кризи**. Ова е посебно акцентирано за земји во коишто постојат слични услови на макроекономско, социјално, културно и политичко опкружување. Пример за меѓународна финансиска криза претставува актуелната криза која започна во САД во 2007 година со пукањето на меурите на недвижностите во финансискиот сектор, потоа се префрли и во други земји во финансискиот и во реалниот сектор, за потоа во некои од земјите да прерасне во сериозна должничка криза.

## 4.2. ПРИЧИНИ ЗА И ПОСЛЕДИЦИ ОД ФИНАНСИСКИТЕ КРИЗИ

Секоја успешна инвестиција побарува од инвеститорот на финансискиот пазар да погоди каков чекор ќе преземат другите инвеститори во рамки на нивните очекувања. Џорџ Сорос ја нарекол оваа потреба за погодување на намерите на другите **рефлексивност**. Слично на ова, Џон Мајнард Кејнс го споредил финансискиот пазар со игра за избор на убавица, во која секој учесник се обидува да предвиди кој ќе биде

најубав модел според другиот.<sup>61</sup> „Професионалното инвестирање може да се спореди со оние натпревари во весниците во кои натпреварувачите треба да издвојат шест најубави лица од сто фотографии, при што наградата му се доделува на оној натпреварувач, чијшто избор најблиску кореспондира со просечните преференции на натпреварувачите како целина; така што секој натпреварувач треба да ги избере, не оние лица кои нему му се најубави, туку оние за кои тој смета дека е најверојатно да им се допаднат на другите натпреварувачи, кои пак од своја страна, гледаат на проблемот од иста точка на гледање. Значи, овде не се работи за тоа да се бираат оние кои според нечија најдобра оценка, се вистински најубави, дури не ни оние за кои просечното мислење смета дека се вистински најубави. Ние го достигнавме третиот степен при кој ние ја посветуваме нашата интелигенција на антиципирањето на тоа што очекува просечното мислење за тоа какво ќе биде просечно мислење.“<sup>62</sup>

Во многу случаи инвеститорите ги координираат своите избори. На пример, кога некој инвеститор очекува од другите да купат јапонски јени и со тоа да се зголеми цената на јенот, тој исто така ќе сака да купи јени. Слично на тоа, еден вложувач во банка кој очекува другите вложувачи да ги повлечат своите средства и да дојде до банкрот на банката, исто така ќе се повлече. Ова се нарекува **стратегиска комплементарност**.

Доколку **рационалните очекувања** на инвеститорите велат дека вредноста на јенот ќе се зголеми, тоа може да предизвика неговата вредност навистина да се зголеми. Доколку пак вложувачите очекуваат некоја банка да банкротира, ова може да предизвика таа да банкротира. Поради сево ова, понекогаш финансиските кризи се гледани како маѓепсан круг во кој инвеститорите отфрлаат некоја институција или актива само затоа што очекуваат и другите да го сторат истото.<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> John Maynard Keynes (1936)- *The General Theory of the Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, New York, 1936

<sup>62</sup> Keynes, J.M., (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, New York, стр. 156, цитирано кај Copeland, T. E., and J. F. Weston, (1988), *Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition*, Addison-Wesley Publishing Company, New York.

<sup>63</sup> Hanish C. Lodhia (2005) "The Irrationality of Rational Expectations,, *An Exploration into Economic Fallacy*, 1st Edition, Warwick University Press, UK, 2005

**Зајакнувањето** означува позајмување на средства за да се финансираат инвестиции. Тоа често пати е посочувано како фактор за финансиска криза. Кога една финансиска институција (или индивидуалец) инвестира само сопствени пари, во најлош случај може да ги изгуби само своите пари. Но, кога таа врши позајмувања со цел да инвестира повеќе, можно е да заработи многу од таа инвестиција, но исто така може и да загуби повеќе од сè она што го има. Значи, зајакнувањето го зголемува потенцијалниот резултат од инвестицијата, но истовремено создава и ризик за банкрот. Една банкротирана финансиска институција може да предизвика заразување и на други финансиски институции на пазарот. Ваквите купувања или позајмувањата направени со цел да се насочат кон берзанскиот пазар биле доста чести пред падот на Вол Стрит од 1929 година.

Друг фактор, кој се смета дека придонесува за финансиска криза е **несогласувањето на активата и пасивата**, состојба во која ризиците поврзани со пасивата и активата на една институција не се соодветно усогласени. На пример, комерцијалните банки нудат рочна трансформација на депонираните краткорочни депозити и средства во пласирање на долгорочни кредити. Неусогласеноста помеѓу банкарските обврски на краток рок (депозитите) и средства на долг рок (заемите), се смета за еден од предизвикувачите на навалите врз банките, кога кај вложувачите настанува паника и тие нагло ги повлекуваат своите депозити. На овој начин во 2007-2008 година банкротираше Беар Стернс поради тоа што не беше во можност да го обнови долгот на краток рок, кој го искористи за да ги финансира инвестициите во хипотекарните хартии од вредност на долг рок.

На меѓународен план, многу нови пазарни влади не можат да ги продадат обврзниците изразени во сопствена валута, па поради тоа ги продаваат истите изразени во американски долари. Ова може да генерира **неусогласеност помеѓу валутната изразеност** на нивната пасива (нивните обврзници) и нивната актива (нивните приходи од локалните даноци), кое се должи на флуктации во девизните курсеви и на девизниот ризик и може да се продлабочи во должничка криза.

Голем број анализи на финансиските кризи од аспект на **бихевиористичките финансии** ја нагласуваат улогата на инвестициските грешки предизвикани поради

незнаење, несигурност, поради недостатокот на човечко размислување, поради преголемата спремност на економските субјекти за прифаќање на ризик итн.

Некои од историчарите истакнаа дека кризите често пати следат веднаш по големи финансиски или технички иновации кои претставуваат за инвеститорите нови видови на финансиски можности, наречени **поместувања на инвеститорските очекувања**. Неодамна, многу финансиски кризи биле проследени со промени во инвестиционата околина предизвикани од финансиски нерегуларности, несомнено и падот на дот-ком меурот во 2001 година започнал со нерационално изобилство во Интернет технологијата.

**Непознавањето со новите технички и финансиски иновации** е всушност објаснување за тоа како инвеститорите понекогаш на големо ги преценуваат цените на активата. Ако првите инвеститори во некоја нова класа на актива профитираат од зголемувањето на вредноста на активата, и доколку другите инвеститори почнат да купуваат брзо со надеж дека ќе добијат слични добивки, цената достигнува астрономски висини. Доколку, поради некоја причина цените за кратко паднат, намалувањето на цените предизвикува брзо распродавање, со што се зајакнува опаѓањето на цените.

Владите се обидуваат и се обидуваат да ги елиминираат или ублажат финансиските кризи преку **регулирање на финансискиот сектор**. Една значајна цел на регулирањето е транспарентноста: јавно објавување на состојбите на финансиските институции според стандардизирани сметководствени постапки. Друга цел на регулирањето е да се утврди дали институциите имаат доволно актива за да ги исполнат нивните договорни обврски, преку резервни и капитални побарувања, како и преку други ограничувања. **Недоволната регулатива** била главен виновник за некои финансиски кризи и поради тоа дошло до промена на регулативата со цел да се избегне повторување. На пример, директорот на ММФ, Доминик Штраус - Кан, обвинил дека финансиската криза од 2008 година се случила поради регулативниот неуспех при спречувањето на прекумерната ризичност во финансискиот систем, особено во САД. Исто така како причина за оваа криза, Њујорк Тајмс го посочи нерегулирањето на размената на неисплатениот долг. Сепак, **прекумерната регулатива** е исто така цитирана како можна причина за финансиските кризи. Особено, Договорот 2 од Базел

беше критикуван за тоа што ги обврзуваше банките да го зголемуваат нивниот капитал кога ризикот растел бидејќи со тоа потенцијално се зајакнувала финансиската криза и се создавал механизам на процикличност.

**Меурите на цените на средствата** водат кон несоодветна распределба затоа што тие праќаат несоодветни ценовни сигнали. Исто така, пукањето на меурите може да има незанемарливи трошоци поврзани со негативни влијанија на перцепцијата за ризик и ризик-аверзијата. Прашањето на меурите на акциите во технологијата 90-те години и меурот на недвижности поврзан со актуелната криза, наметна меурите да бидат предмет на теоретски и емпириски анализи.

**Едните модели** се конзистентни со претпоставката за рационално однесување на инвеститорите, на рационалните очекувања и на информационата ефикасност на пазарите и се наречени рационални меури. Равенката на Ојлер овозможува пазарната вредност на средствата да се подели на два дела: основна вредност и вредност на меур. Рационалните инвеститори ќе плаќаат за цената на меурот сè додека тоа им ја дава бараната стапка на поврат и се додека очекуваат тоа да трае.

**Другата група на модели** е базирана на различни видови девијации од рационалните постулати. Таканаречените бучни или ирационални трговци на финансии укажуваат дека постојат ограничувања во арбитражањето на рационалните трговци, што е можност ирационалните трговци да не бидат надвор од пазарот. Ограничувањето во арбитражањето потекнува од два извора: 1) арбитражата не е соочена само со фундаменталниот ризик (ризикот од *ex post* реализација на основните фактори на вредност ќе бидат различни од *ex ante* очекувањата), но и со ризикот на бучните трговци т.е. со неможноста перфектно да се предвиди нивното однесување; 2) ограничениот пристап на арбитражерите да позајмуваат готовина или хартии од вредност (кратки продажби) со цел да се финансираат трансакции кои преку арбитража ги намалуваат отстапувањата на цените од основните вредности. Тргувањето на бучните трговци е барем делумно водено од промени во инвеститорското чувство т.н. псевдо-сигнали: збирот на такви тргувања создава дополнителна компонента во очекуваните стапки на поврат на пазарот. Ако превземањето ризик е наградено на пазарот, бучните трговци може да заработат повеќе од очекуваното враќање. Ризикот награден на пазарот не

мора да биде основен - тоа може да биде ризик кој произлегува од непредвидливоста на мислењата на ирационалните трговци и колку се повисоки очекувањата за стапката на враќање - толку е помала веројатноста бучните трговци да исчезнат од пазарот. Постојат и модели кои се фокусираат на границите на арбитражната активност на рационалните инвеститори, затоа што таквите ограничувања можат да создадат простор за меурчиња на цената на основната вредност. Овде централен проблем е отсуството на синхронизираност на рационалните трговци (арбитрерите немаат можност да ги координираат нивните продажни стратегии) и присуство единствено на приватни инцијативи за профитирање (Filipovski, 2010).

За колапсот на некои финансиски институции доминантна улога одиграле и **измамата и проневерата** - компаниите привлекувале вложувачи со лажни тврдења за нивните инвестициски стратегии, или ја затајувале крајната добивка. Такви примери се, измамата Чарлс Понзи во раниот 20-ти век во Бостон, колапсот на инвестицискиот фонд MMM во Русија во 1994 година, проневерата која доведе до бунт во Албанската лотарија во 1997 година, како и колапсот на Мадоф Инвестмент Секјуритис во 2008 година. Голем број овластени вработени без дозвола од својот работодавец, предизвикале големи загуби во финансиите и биле обвинети дека извршувале проневери со цел да ги скријат своите тргови. Проневерата во хипотекарните финансии исто така се смета за еден од можните причинители на хипотекарната криза. На 23 септември владините службеници на САД објавија дека ФБИ истражува за постоење на можни проневери кај следниве финансиски компании: Фени Меј и Фреди Мек, Леман Бродерс и осигурителната компанија Американ Интернешанал Груп.

**Заразувањето** е појава кога финансиската криза се шири од една во друга институција, како што навалата врз банките се проширува од само неколку банки до многу други, или од една во друга земја. На истиот начин низ многу земји се прошируваат валутните кризи, сувереното неисплаќање и падовите на берзанските пазари. Кога неуспехот на една посебна финансиска институција се заканува врз стабилноста на многу други институции, ова се нарекува **системски ризик**.<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup> George G. Kaufman- (1998)-„Banking and Currency Crises and Systemic Risk,, *Working paper, World Bank internet archive, 1998*

Прашањата за консолидација на банкарските системи, концентрацијата на капиталот и конкуренцијата, како дел од банкарската регулација станаа особено значајни во индустриско развиените земји. Присуството на феноменот на окрупнување, спојување и аквизиција на банките и нивното ангажирање и во вонбилансни активности (**овербанкинг**), според некои економисти ја намалува профитабилноста на банките и во конкурентната пазарна борба ги вовлекува во ризично однесување. Големите спојувања на банките, од аспект на банкарската супервизија, се премногу големи за да пропаднат, па власта се јавува како гарант од крајна инстанца кој би ги окрил евентуалните загуби на банката. Искуството на многу земји покажало дека вештачкото пролонгирање на работењето на проблематичните банки само ја влошува состојбата и ги зголемува загубите на банката.

Американските економисти Carmen Reinhart и Kenneth Rogoff во 2008 година го споредуваат почетокот на кризата во САД во 2007 година со претходните банкарски кризи во развиените економии по Втората светска војна. Доаѓаат до заклучок дека ценовната инфлација, зголемениот левериџ, големиот дефицит во тековната сметка, нискиот економски раст се основни индикатори за земја која се соочува со сериозна финансиска криза. Според нивните истражувања, последиците од длабоките финансиски кризи содржат три карактеристики:

- Падовите на пазарите на средства се длабоки и траат долго. Цените на неедвижностите во просек опаѓаат за 35% во период од околу 3,5 години ;
- Последиците на банкарските кризи ги опфаќаат падовите во вработеноста и аутпутот при што стапката на невработеност се зголемува за околу 7% во интервал од 4 години, а аутпутот просечно опаѓа за околу 9%.
- Вредноста на владиниот долг (чија што висина не се должи на трошоците за помош на банките туку на антицикличната експанзивна фискална политика, наспроти колапсот на даночните приходи) се зголемува на 86%.

65

---

<sup>65</sup> Reinhart C. M. and Rogoff K. S. (2008)-*International aspects of financial market imperfections; The Aftermath of Financial Crises*, NBER, CEPR, University of Maryland, Harvard University, December 2008



### 4.3. ТЕОРИИ ЗА ФИНАНСИСКИТЕ КРИЗИ

Една од многубројните теории за финансиските кризи е **теоријата за светските системи**. Периодичните големи депресии во светската економија кои траеле од 40 до 50 години беа предмет на емпириски и економски истражувања особено во теоријата на светските системи и во дебатата за Николај Кондратиев и така наречените 50-годишни *Кондратиеви бранови*. Главните поддржувачи на теоријата на светските системи: Андре Гандер Франк и Имануел Валерстајн, постојано предупредувале за падот со кој се соочува денешната економија, а кој е поврзан со технички иновации и нивната дистрибуција: електрична енергија, парна машина, патишта, авиосообраќај, компјутери итн. Проучувачите на светските системи и истражувачите на Кондратиевиот циклус секогаш навестуваат дека, економистите кои се следбеници на Вашингтонскиот консензус никогаш не ги разбираат опасностите и ризиците со кои ќе се соочат водечките индустриски земји и со кои и денес се соочуваат на крајот од долгиот економски циклус, кој започна по нафтената криза од 1973 година.

*Циклусите на Кузнец* се поврзани со долгорочната акумулација на факторите на производство (инвестиции, градежништво и миграции на работна сила) и се во временски интервали од 15 до 23 години. *Циклусите на Киршин* се во рок на траење од 2 до 4 години и се резултат на движењето на залихите и промените во цените на големо, додека пак *сезонските циклуси* се имплицирани од движењето на производството кое има сезонски компоненти: во земјоделството, градежништвото и индустријата (Burda и Wyplosz, 2001).

Химан Мински предложил пост-Кејнзијанско објаснување кое важи за затворена економија и со тоа ја дефинирал т.н. **теорија на Мински**. Тој сметал дека финансиската ранливост е типична карактеристика на секоја капиталистичка економија. Големата ранливост води до уште поголем ризик од финансиска криза. За да ја направи поедноставна својата анализа, Мински дефинирал три пристапи за финансирање кои можат да ги изберат фирмите во зависност од нивната отпорност кон ризик. Тие се: *ограничено финансирање* (од тековните приходи се очекува да се исполнат финансиските обврски, вклучувајќи ги тука основницата и каматата на заемите),

*шпекулативно финансирање* (фирмата мора да го обновува заемот бидејќи се очекува тековните приходи да ги покријат само каматните трошоци, а ниту еден дел од основицата не е покриен) и *Понзи финансирање* (при кое очекуваните тековни приходи не ќе можат да ги покријат ниту каматните трошоци, така фирмата мора да позајмува или да продава дел од активата, за да си го покрие долгот).

Нивоата на финансиска ранливост се поместуваат заедно со бизнис циклусот. По рецесија, фирмите веќе загубиле доста финансиски средства и поради тоа се одлучуваат само за ограниченото финансирање, кое е и најсигурно. Како што закрепнува економијата и очекуваните приходи се зголемуваат, фирмите веруваат дека тие можат да се префрлат на шпекулантско финансирање. Во овој случај тие знаат дека приходите нема да можат да ги покријат сите камати во секое време. Сепак, фирмите сметаат дека приходите ќе растат и дека заемите на крајот ќе бидат вратени без проблеми. Повеќе заеми водат кон повеќе инвестиции, а со тоа расте и економијата. Тогаш позајмувачите исто така веруваат дека ќе си ги повратат сите средства што ги позајмиле. Значи, тие се подготвени да им позајмуваат и на фирмите без целосна гаранција за успех. Позајмувачите исто така знаат дека ваквите фирми ќе имаат проблеми при враќањето на парите. Сепак, тие и понатаму веруваат дека овие фирми ќе можат повторно да се финансираат од некаде, поради тоа што нивните очекувани приходи растат. Ова финансирање се нарекува Понзи финансирање. На овој начин економијата зема сè повеќе ризичен кредит. Сега е прашање на време кога некоја голема компанија ќе објави дека не може да го исплати својот долг. Позајмувачите го разбираат моменталниот ризик во економијата и престануваат да даваат кредити толку лесно. Повторното финансирање станува проблем за многу фирми и поради тоа тие објавуваат дека не се во можност да го вратат долгот. Доколку не влегуваат нови пари во економијата за да се овозможи процесот на повторно финансирање, во овој период настануваат вистински економски кризи. За време на рецесија фирмите почнуваат повторно да се ограничуваат и така циклусот е затворен.

Според *игрите на координирање*, математичките пристапи за моделирање на финансиските кризи нагласуваат дека често пати постои позитивна реакција во одлуките на учесниците на пазарот (*стратегиска комплементарност*). *Позитивната реакција*

укажува дека може да постојат драматични промени во вредностите на активата, како одговор на малите промени во економските основи. На пример, некои модели на валутни кризи, (вклучувајќи ја и онаа на Пол Кругман), укажуваат на тоа дека фиксниот девизен курс може да биде стабилен долго време, но ќе се сруши наеднаш во лавината од валутни распродажби, како одговор на нарушувањата во владините финансии или економските услови.

Според некои теории, позитивната реакција укажува дека економијата може да има повеќе од еден еквилибриум. Може да постои еквилибриум во кој учесниците на пазарот инвестираат многу во капиталните пазари бидејќи очекуваат активата да биде вредна, но може да постои и друг еквилибриум во кој учесниците ги напуштаат капиталните пазари бидејќи очекуваат и другите да ги напуштат. Ова е еден вид на аргумент кој се однесува на *моделот на Diamond u Dybvig (1983)*<sup>66, 67</sup> за навалите врз банките, според кој штедачите ги повлекуваат своите средства од банката бидејќи очекуваат дека и другите ќе го сторат тоа. Исто така, во *моделот на Obstfeld*<sup>68</sup> кој се однесува на валутните кризи, кога економските услови не се ниту многу добри ниту многу лоши, има два можни резултати: шпекулантите одлучуваат да ја нападнат или да не ја нападнат валутата зависно од тоа што очекуваат другите шпекуланти да направат.

Според **групните модели на учење**, доколку неколку агенти купат одреден капитал, тоа ги поттикнува и другите да купуваат, не затоа што вистинската вредност на капиталот пораснала кога многумина купиле, туку за тоа што инвеститорите почнале да веруваат дека вистинската вредност на капиталот е висока кога набљудуваат дека другите купуваат. Кај **групните модели** се претпоставува дека инвеститорите се потполно рационални, но дека имаат само делумна информација поради информационата имперфектност на пазарот. Кај овие модели, кога неколкумина инвеститори купуваат некаков вид на капитал, ова открива дека тие имаат позитивна информација за тој капитал, што ја зголемува рационалната намера - другите исто така да купуваат. И покрај тоа што ова е целосно рационална одлука, таа понекогаш може да

<sup>66</sup> Diamond D.W., Dybvig P.H. (1983)- "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, reprinted (2000) *Fed Res Bank Mn, 2000*

<sup>67</sup> Diamond D.W. (2007)- "Banks and Liquidity Creation: A Simple Exposition of the Diamond-Dybvig model" , *Fed Res Bank Richmond Econ, 2007*

<sup>68</sup> Maurice Obstfeld (1997)-„Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features,, Working Paper No. 5285 NBER, 1997

доведе до погрешни високи вредности на капиталот (кои може да доведат до пад) поради тоа што можеби првите инвеститори погрешиле.

Кај моделите на *адаптивно учење или адаптивни очекувања*, се претпоставува дека инвеститорите се несовршено рационални, поради тоа што го засноваат своето мислење само врз неодамнешното искуство. Кај ваквите модели, доколку цената на даден капитал расте за некој период, инвеститорите може да почнат да веруваат дека неговата цена секогаш расте, што ја зголемува нивната тенденција да купуваат и со тоа цената се зголемува уште повеќе. Моделите засновани врз мислењето на агентите, често пати претпоставуваат дека инвеститорите дејствуваат според адаптивното учење или адаптивните очекувања.<sup>69</sup>

#### 4.4. КРАТКА РЕТРОСПЕКТИВА НА ГОЛЕМИТЕ ФИНАНСИСКИ КРИЗИ

**Кризата на берзата на каучок (1910)** е зародена во 1903 година, кога во Шангај доаѓа до брз развој на индустријата на каучук, за во 1909 година цената на каучукот да доживее нагло зголемување на светската сцена. Инвеститорите, мотивирани од високите приноси во инвестираните акции во индустријата на каучук, засилено купуваат на пазарот на акции при што, цените на акциите уште повеќе се зголемуваат над нивните вистински вредности. Странските банки, исто така, прифаќаат да пласираат хипотекарни кредити и да позајмуваат пари за акциите, земајќи имот како гаранција. Во јули 1910 година се случува колапс и прегревање на берзата на каучук и многу шангајски банки но и странски банки кои биле затечени со ова, прогласуваат стечај.

**Големата депресија (1929)** е првата тешка, светска економска депресија. Времето на Големата депресија во повеќето земји почна во 1929 година и траеше до доцните 1930-ти или почетокот на 1940 година. Тоа беше најдолгата,

---

<sup>69</sup> National Institute of Standards and Technology (2008)- *Adaptive Learning Systems*, National Institute of Standards and Technology, NIST, 2008

најраспространетата потиштеност на 20-от век. Во 21 век, Големата депресија најчесто се користи како пример за тоа колку многу економијата во светот може да опаѓа. Депресијата потекнува од САД, почнувајќи со пад на цените на акциите, што започна околу 4 септември, 1929 и стана светска вест со падот на пазарот на 29 октомври, 1929 година (познат како црн вторник), по што, таа брзо се шири до речиси секоја земја во светот. Оваа криза имаше катастрофални контракциски ефекти во речиси секоја земја. Остриот пад на меѓународната трговија, висината на личните примања, даночните приходи, добивката, цените и побарувачката беа основни карактеристики на оваа депресија. Невработеноста во САД порасна на 25%, а во некои земји се зголеми и до 33%. Силно беа погодени тешката индустрија, градежната индустрија, земјоделството и руралните области. Некои економии почнаа да закрепнуваат од средината на 1930-тите, меѓутоа, во многу земји негативните ефекти од Големата депресија продолжија сè до почетокот на Втората светска војна.

**Нафтената криза (1973,1979)** започна во октомври, 1973 година кога членовите на Организацијата на арапските земји, извознички на нафта или ОПЕК заедно со Египет, Сирија и Тунис, прогласија за нафтен ембарго како политички одговор на тогашната надворешна политика на САД. При тоа доаѓа до намалување на производството на нафтата за 5%, а пораст на нејзината цена за 70%. На овие случувања, во 1971 година им претходи излегувањето на САД од Бретенвудскиот систем (во кој само вредноста на доларот е врзана за вредноста на златото, а сите останати валути во рамки на овој систем се врзани за доларот). Следува процес во кој земјите потписнички на Бретон-Вудскиот договор ги стабилизираат своите флукуирачки валути и паралелно печатат пари со цел зголемување на нивните резерви. Резултатот од тоа е депрецијација на вредноста на доларот, а бидејќи цената на нафтата е изразена во долари тоа повлекува и помал реален приход за истата цена на нафтата за земјите извознички на нафта.

Како резултат на зголемената цена на нафтата и енергетската зависност на индустриските земји од земјите извознички на нафта, доаѓа до брз пораст на цените и драстично намалување на производството при што светот за прв пат се соочува со феноменот на високи цени и контракција на производство наречен „стагфлација“. Централните банки како одговор за излез од кризата вршат драстично намалување на

каматните стапки со цел да ја релаксираат монетарната политика и повторно да ја заживеат економијата. Ембаргото беше укинато во март, 1974 година, но цената на енергијата продолжи со зголемување во следните години и тоа во услови на слабеење на конкурентската позиција на доларот на светските пазари.

Во 1979 година, за време на војната помеѓу Иран и Ирак, доаѓа до вториот бран на драстично зголемување на цената на нафтата заради намаленото производство на нафта, со силен бран на последици за светската економија, која секако беше под притисокот на распаѓање на бретенвудскиот систем. Зголемувањето на цените на нафтата продолжува се до 1986 година. Ова ги стимулира земјите погодени од двата нафтени шока да работат на намалување на зависноста од земјите извознички на нафта барајќи нови алтернативни извори на енергија, усогласувајќи го времето на зимски и летен период со цел поголемо искористување на сончевата светлост, рационално користење на нафтата како природен ресурс итн.

**Латиноамериканската должничка криза (1980)** беше финансиска криза што се случи во раните 1980-ти (за некои земји таа започнува во 1970-тите) и често е позната и како „изгубена деценија“ во која земјите од Латинска Америка ја достигнаа точката во која што нивниот надворешен долг ја надминува нивната моќ тие да го отплатат. Во 1960-тите и 1970-тите години многу земји од Латинска Америка, (посебно Бразил, Аргентина и Мексико), позајмуваат огромни суми на средства од меѓународните кредитори за индустријализација. Помеѓу 1975 и 1982 година, долгот на Латинска Америка кон комерцијалните банки се зголеми на кумулативна годишна стапка од 20,4% . Во 1970-тите и 80-тите години, светската економија влегува во рецесија, а цените на нафтата доживуваат рапиден пораст што создава сериозна ликвидносна криза. Зголемувањето на каматните стапки во Соединетите Американски Држави и во Европа предизвика поголемо зголемување на долгот на здолжените земји, правејќи ја уште посложена нивната ситуацијата. Освен тоа, доаѓа и до опаѓање на куповната моќ на домашните валути на задолжените земји и влошување на нивните девизните курсеви во однос на американскиот долар, а контракцијата на светската трговија и падот на побарувачката на основните средства уште толку ја влошува состојбата. Кризата

започна кога на меѓународните пазари на капитал стана јасно дека Латинска Америка нема да може да ги отплати своите заеми.

**Јапонската криза (1986)** беше иницирана од енормниот пораст на цените на недвижниот имот и на цената на акциите. Таканаречената „меур економија“ е економскиот балон во Јапонија создаван во периодот од 1986 до 1991 година, во кој цените на недвижниот имот и на цените на акциите во голема мера беа надувани. По Втората светска војна, Јапонија остварува голем трговски суфицит, а вредноста на јенот во однос на другите валути беше во насока на поддршка на зголемување на извозот и трговскиот суфицит. Создавањето на големи богатства во земјата повлекоа и големи суми на средства за инвестирање при што шпекулациите беа неизбежни, особено на берзата во Токио и на пазарот на недвижности. Никеи индексот на акции го достигна својот максимум на 29 декември, 1989 година. Покрај тоа, банките се впуштија во пласирање на повеќе ризични заеми. Десетици илјади милијарди долари во вредност беа избришани со колапсот на пазарот на акции во Токио и пазарот на недвижности. Само во 2007 година, цените на имотот почнаа да се зголемуваат, меѓутоа, тие почнаа да паѓаат кон крајот на 2008 како резултат на финансиската криза. Банките продолжуваат да пласираат ризични заеми што имаат мала веројатност да бидат отплатени. Корегирањето на кредитната политика стана уште потешко, бидејќи владата почна да субвенционира голем број на таканаречени „зомби бизниси“. Инвестициите беа насочени повеќе надвор од земјата, како и кон производни фирми кои ја губат нивната стекната технолошка предност. Јапонските производи стануваат помалку конкурентни во странство, а ниската потрошувачка стапка почна да предизвикува дефлациона спирала. Некои економисти, како Paul Krugman и некои јапонски политичари почнуваат да се залагаат за воведување на таргетирање на инфлацијата.

**Црниот понеделник на берзата (1987)** се однесува на понеделникот, 19 октомври, 1987 година, кога берзите низ целиот свет се урнаа, губејќи огромна вредност во многу кратко време. Паѓањето започна во Хонг Конг се прошири на запад преку Европа па сè до САД. До крајот на октомври, падот на берзите во Хонг Конг изнесуваше 45,5%, во Австралија 41,8%, Шпанија 31%, Велика Британија 26,4%, САД 22,68%, и Канада 22,5%. Пазарот во Нов Зеланд беше погоден особено тешко со

бележан пад од околу 60%. Црниот понеделник го бележеше најголемиот еднодневен пад во историјата на берзите. Како дел од причините за настанот се подвлекуваат човековата ирационалност и спремноста за мерење и прифаќање на ризикот од страна на економските агенти, промените на пазарите на обврзници кои влијаат на каматно-чувствителните акции, имплементирањето на т.н. „заеднички стратегии“ и „Програмата за тргување“ која вклучува во себе арбитража и осигурителни - портфолио стратегии. Во рамки на внатрешните макроекономски причини се вклучуваат меѓународните спорови околу девизниот курс и каматните стапки, стравувањата во врска со инфлацијата, финансиските иновации и индексот на фјучерси итн.

**Кризата на штедилници во САД (1989)** започна најпрво на тлото на Северна Америка, за потоа да се прошири на целата територија на САД и да изложи милиони Американци на висок финансиски ризик. Паниката што следеше доведе до остра рецесија која ги погоди најтешко оние земји, најтесно поврзани со САД, вклучувајќи ги и Канада, Австралија и Обединетото Кралство. Вкупно 747 штедилници во САД прифаќаат штедни влогови или сертификати за депозити врз основа на кои издаваат хипотекарни заеми и други лични заеми за индивидуалните членови - кооперативно вложување во Обединетото Кралство, преку градежни друштва како кооперативни финансиски институции а со цел да ѝ се помогне на работничката класа во купување на домови. Крајната цена на кризата се проценува дека изнесува околу 160 милијарди и 100 милиони американски долари, од кои околу 124 милијарди и 600 милиони долари платени директно од страна на американската влада што придонесе за голем буџетски дефицит на почетокот на 1990-тите. За остриот пад во финансискиот сектор и на пазарот на недвижности дополнително придонесе и економска рецесијата од 1990-1991 година. Помеѓу 1986 и 1991 година, бројот на нови домови изградени годишно падна од 1 800 000 на 1 000 000 што беше најниската стапка по Втората светска војна. Како резултат на горенаведеното, доаѓа до раpidен пораст на каматните стапки кои се плаќаа на штедните депозити што резултираше со тоа, Конгресот на САД да превземе активности за поставување на лимити за штедење.

Како основни причини кои допринеле за оваа криза се издвојуваат: малата нето вредност на многу финансиски институции, пад во ефикасноста на регулативата,



измама, злоупотреби и инсајдерски трансакции, намалување на способноста на враќање на средствата со зголемувањето на каматните стапки, занемарување на службената должност од страна на одборот на директори, немањето на соодветни, точни, и ефективни оценки за висината на штедењето, инфлацијата итн. Во периодот помеѓу 1980 и 1994 година повеќе од 1.600 банки, осигурени од Федералната корпорација за осигурување на депозити (FDIC) беа приматели на финансиска помош од истата или беа затворени.

Во април, 1972 година земјите членки на Европската економска заедница склучија спогодба во Базел за дозволено флукутирање на девизните курсеви на валутите од земјите членки од ЕЕЗ, позната како Европска монетарна змија. Потоа во 1973 година следувахе формирањето на Европскиот фонд за монетарна соработка и воведувањето на Еки во 1974 година. Во 1988 година Европскиот совет основа Комитет за премин кон економска и монетарна унија. Овој комитет го изготви т.н. Делоров извештај и трите фази за премин кон економска и монетарна унија (*првата фаза* на ЕМУ за координација на монетарните политики, стабилност на цените и изготвување на Протокол за Статутот на Европскиот систем на централни банки и Европска централна банка како и Протокол за статутот на Европскиот монетарен институт, *втората фаза* за основање на Европскиот монетарен институт како привремена институција за преод кон Европска централна банка и *третата фаза* за формирање на Европска централна банка, воведување на еврото и фиксниот девизен курс). Во 1989 година Европската економска заедница го воведо Европскиот механизам на девизни курсеви со многу тесна рамка на флукутирање од +/- 2, 5%. Во декември 1996 година, во рамки на втората фаза од Делоровиот извештај, Европскиот монетарен институт изготви извештај –Резолуција на Европската комисија за нов механизам на девизниот курс (ERM II) меѓу Евро-зоната и останатите земји на ЕУ (Трпески, 2003).

Во британската политика и економија, ***Црната средба во Европската Унија (1992)*** се однесува на настаните од 16 септември 1992 година, кога Конзервативната влада беше принудена да ја повлече британска фунта од Европскиот девизен механизам, откако таа не била во можност да ја одржи вредноста на фунтата на договореното ограничување. Всушност, во септември, како резултат на кризата на неколку европски

валути, некои учесници на девизниот пазар остварија огромни заработувачки за само една недела. Таков е случајот со дилерите на Citibank кој оствариле профит од околу 200 милиони долари за само една недела. Но сите тие останаа во сенката на Џорџ Сорос, чии инвестициони фондови во тој период заработија најмалку 1 милијарда долари. Во 1991 година, по обединувањето на Германија, таа започнува интензивно да се задолжува на пазарот на капитал за да го финансира обновувањето на Источна Германија со што доаѓа до пораст на германската каматна стапка и германската марка станува поатрактивна валута во однос на другите европски валути. За Сорос станува извесно дека курсот помеѓу марката и фунтата, поради ограничените девизни резерви на централните банки, станува неодржлив. Затоа, Сорос зазема „кратка позиција“ спрема фунтата, италијанската лира и шведската куна, односно нив ги продава, а купува германски марки и употребувајќи го кредитот како лост за мултиплицирање на добивката, остварува огромна добивка.

Од **1994 година економската криза во Мексико**, нашироко позната како криза на мексиканското песо, стана ефективна криза со ненадејната девалвација на песото во декември 1994 година. Влијанието на мексиканската економска криза во Бразил беше наречена Текила ефект. Економските критичари се согласуваат дека девалвацијата на песото беше потребна, но тие тврдат дека начинот на кој таа беше спроведена беше (иако економски кохерентен), политички некоректен. Имаше загриженост во врска со нивото и квалитетот на кредитните пласмани од страна на банките во текот на претходните периоди на ниски каматни стапки, како и недоволно развиените кредитни критериуми. Економистите Хуфбаер и Шот од Институтот за меѓународна економија ги коментираа грешките на макроекономската политика кои ја забрзаа кризата: високата потрошувачка која го следеше изборниот процес и која повлече висок дефицит, корумпираното и непрофесионално банкарство, фиксниот девизен курс во отсуство на доволно девизни резерви, криза на доверба во банкарскиот систем, зголемување на дефицитот на тековната сметка итн. Владата во немоќ да го одржи фиксниот курс носи одлука истиот да се трансформира во пловечки. По еднонеделното беснеење на интензивна валутна криза, истата се стабилизира некое време, откако американскиот претседател Клинтон, во соработка со меѓународни организации, издава кредит на

мексиканската влада. На крајот на кризата, САД всушност направи профит во износ од 500 000 000 долари од пласираните заеми.

**Азиската финансиска криза (1997)** е период на финансиската криза која зафати голем дел од Азија, со почеток во јули 1997 година, и ги зголеми стравувањата од светска економска криза поради финансиската зараза. Кризата започна во Тајланд, со финансискиот колапс на тајландски Бахт, предизвикан од одлуката на владата да се премине од фиксен девизен курс (врзан за американскиот долар), на пловечки девизен курс и подгреана од странскиот долг што земјата го беше стекнала. Доаѓа до драстичен пад на цените на активата, девалвирање на берзите и раст на долгот. Индонезија, Јужна Кореја и Тајланд беа земјите кои се најмногу погодени од кризата. Хонг Конг, Малезија, Лаос и Филипините, исто така, беа повредени од страна на оваа рецесија, додека пак Кина, Индија, Тајван, Сингапур, Брунеи и Виетнам се под помало влијание, иако сите боледуваа од пад на побарувачката и довербата во целиот регион. Надворешниот долг во однос на БДП се зголеми од 100% до 167% во периодот од 1993 до 1996 година, а потоа дури и до 180% од БДП. Иако голем дел од владите во Азија имаа навидум стабилна фискална политика, Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) обезбеди програма за стабилизација на валутите на Јужна Кореја, Тајланд и Индонезија, (економии тешко погодени од кризата) во износ од 40 000 000 000 долари.

До 1997 година, Азија привлече речиси половина од вкупниот прилив на капитал во земјите во развој. Економиите на Југоисточна Азија одржуваа високи каматни стапки атрактивни за странските инвеститори и како резултат на тоа, примија голем прилив на пари. Економиите на Тајланд, Малезија, Индонезија, Сингапур и Јужна Кореја, на крајот од 1980-тите и раните 1990-ти бележеа високи стапки на раст од 8 до 12 % од БДП. Ова достигнување е широко признато од страна на финансиските институции вклучувајќи ги и ММФ и Светската банка, и беше познато како дел од „азиски економско чудо“. Во средината на 1990-тите години, Тајланд, Индонезија и Јужна Кореја имаа големи приватни дефицити на тековната сметка. Одржувањето на фиксен девизен курс доведе до прекумерна изложеност на девизниот ризик и во финансискиот и во корпоративниот сектор. Растот на каматните стапки во САД и порастот на вредноста на америчкиот долар, го направија САД поатрактивна дестинација за инвестирање во однос

на Југоисточна Азија. Некои економисти сметаат дека зголемениот извоз на Кина и нејзините извозно-ориентирани реформи се причина што придонесоа за застој на извозот на азиските земји, покрај многуте шпекулации со недвижности, како главна причина за кризата. Бахтот, кој беше врзан за американскиот долар, во борбата против меѓународните шпекуланти девалвира брзо и губи повеќе од половина од неговата вредност. Тајландскиот пазар на акции и пазар паѓа за 75%. Многу економисти веруваат дека азиската криза е создадена како резултат на големите количества на пласиран кредит, што генерира балон цени на активата до неодржливо ниво. Подоцна, поради паниката кај инвеститорите доаѓа до повлекување на кредитите од земјите во криза што ја продлабочува кризата и генерира нови банкротства. Покрај тоа, девизниот пазар беше преплавен со валути на земјите во криза, вршејќи депрецирачки притисок врз нивниот девизен курс. За да го спречат опаѓањето на валутните вредности и одливот на капитал, владите ги зголемија домашните каматните стапки. Кога стана јасно дека оваа е премногу штетна и краткорочна политика, властите донесоа одлука, фиксниот девизен курс на нивните валути да премине во пловечки. Ова само ги зголеми деномираните девизни обврски во домашна валута и предизвика повеќе банкротства и натамошно продлабочување на кризата. Како други причини за азиската криза се подвлекуваат банкарските работи поттикнати од ненадеен ризик-шок, како и асиметричните пазарни информации. ММФ обезбеди серија на условени спасувачки пакети. Критичарите истакнаа дека со стимулирање на економијата, владите би можеле да ја вратат довербата. Тие истакнаа дека американската влада (кога САД влезе во рецесија во 2001 година) презела експанзивна политика, како што се намалувањето на каматните стапки, зголемувањето на трошоците на владата и намалувањето на даноците. Како последици од азиската криза, во овие земји се јавија валутни девалвации, масовен број на банкротства, пад на цели сектори во некогаш растечките економии, висока невработеност и социјални немири.

**Кризата на интернет меурите (2000)** е генерирана од непознавањето на новите технички и финансиски иновации и всушност е објаснување за тоа како инвеститорите понекогаш на големо ги преценуваат цените на активата. Ако првите инвеститори во некоја нова класа на актива, (на пример, купување на акции од дот- ком компании)

профитираат од зголемувањето на вредноста на активата и доколку другите инвеститори дознаат за таа иновација (во нашиот пример, потенцијалите на интернетот) и тие ќе почнат да купуваат брзо, со надеж дека ќе добијат слични добивки. Со ова брзо купување, цената достигнува астрономски висини. Ако ваквото „групно однесување“ предизвика зголемување на цените по спирала високо над вистинската цена на активата, тогаш падот е неизбежен. Доколку поради некоја причина цените за кратко паднат и со тоа инвеститорите заклучат дека понатамошни добивки не се сигурни, тогаш спиралата може да тргне во обратна насока. Намалувањето на цените предизвикува брзо распродавање, со што се зајакнува опаѓањето на цените.

Многу економисти, глобалната економска криза во 2008 година (од аспект на причините за создавање), ја споредуваат со оваа криза, компарирајќи го бумотот на цените на недвижностите со меурот кај дот-ком или интернет меурите.

**Глобалната економска криза (2008)** започна со пукањето на меурот на недвижности во САД и активирањето на хипотеките на пазарот на недвижности. Во позадината на случувањата беа пласираните високи кредити со ниски каматни стапки и нивната секјуритизација со обезбедувње од недвижен имот (чии цени рапидно растеа) и преценетата актива. Како резултат на изразените трговски врски и либерализираниот пазар на капитал, кризата брзо се развива и шири во глобален економски шок. Тоа резултираше со голем број на европски банкарски неуспеси, опаѓање на акциските индекси и големи намалувања на пазарната вредност на акциите, контракција на БДП, раст на невработеноста, дефицити на платните биланси, буџетски дефицити, надворешни долгови итн. Во одбрана на домашните економии, владите на почетокот одговараат со експанзивни монетарна и фискална политика, но подоцна, зголемените надворешни долгови и буџетски дефицити активираат полтитки на штедење како реакција на заканата од потенцијалната нова должничка криза. Доаѓа до зголемување на цената на суровата нафта што предизвикува нов инфлаторен проблем во кризата.

#### 4.5. БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ, ФИНАНСИСКАТА ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈА И МОБИЛНОСТА НА КАПИТАЛОТ

Брзината со која капиталот се движи од една земја во друга, трансформацијата на една валута во друга, пропулзивните техники и технологии и глобалните комуникациски системи во суштина ја намалуваат можноста за навремена реакција на економската политика при создавањето на финансиските кризи. Анализите покажуваат дека на наглите приливи и повлекувања на шпекулативниот капитал се најмногу изложени земјите во развој и транзиција, што е овозможено со недоволно регулираниот финансиски систем во овие земји. Постои посебна поврзаност и помеѓу слободата на движење на капиталот и банкарските кризи. Брзото заразување т. е. пренесување на кризите од една земја во друга е поддржано од силните меѓутрговски и финансиски врски како и сличните макроекономски, политички и општествени услови во земјите каде што доаѓа до прелевање на кризите.

Многу економисти, меѓу кои и Kaminsky, Reinhart, Demirgüç-Kunt и Detragiache ја испитувале поврзаноста помеѓу кризите и финансиската либерализација и сите доаѓаат до истите заклучоци: дека постои тесна поврзаност помеѓу финансиската дерегулација и либерализација и (не)стабилноста на банкарскиот сектор. Во своите истражувања, Caprio и Kingbel како и Detragiache и Demirgüç Kunt ја потенцираат важноста од коренита и сеопфатна регулација и супервизија во рамки на финансиската либерализација, како клучна поента во толкувањето на испреплетеноста на дерегулацијата и банкарските кризи (Reinhart и Rogoff, 2008).

**ТАБЕЛА БР.9: ФИНАНСИСКАТА ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈА И БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ ВО НЕКОИ ЗЕМЈИ НИЗ РАЗЛИЧНИ ПЕРИОДИ**

<b><u>ЗЕМЈА</u></b>	<b><u>ФИНАНСИСКА ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈА</u></b>	<b><u>КРИЗА</u></b>
САД	Укинување на капиталните контроли во 1973 година; дерегулација на каматните стапки и кредитните контроли од 1982 година; Релаксирање на меѓународните банкарски регулации во 1995 година	1984-1991 Затворање на 1935 банки
Велика	Либерализација на увозот во 1973 година; Дозвола на	1973-1975

Британија	банките за конкурентна борба со цел финансирање на недвижности; Целосна либерализација на Лондонската берза	Второстепени банкарски кризи
Белгија	Финансиските пазари се делумно либерализирани во 1977 година; Олеснување на капиталните контроли во 1986 година	Нема поголеми кризи
Норвешка	Отстранети се контролите на каматните стапки во 1985 година; Отстранета дополнителната задолжителна резерва во 1987 година	1987-1993 Големи загуби и несолвентност
Шведска	Подигање на плафонот на каматните стапки за недржавните обврзници во 1980 година; Дозвола на странци да држат шведски удели во истата година; Напуштање на плафонирањето на каматните стапки на банкарските заеми во 1985 година	1990-1993 18% од вкупните банкарски заеми се со загуба
Швајцарија	Финансискиот сектор е либерализиран во 1977 година	Нема поголеми кризи
Јапонија	Контролите на капиталните приливи и регулации во каматните стапки се олеснети во 1979 година, Контролите на капиталните одливи се олеснети во 1986 година, Барањата за специјализација на банките се намалени во 1993 година; Продолжува либерализацијата во 2001 година	Финансиска криза во 1991 година

*Извор: Merhez, Gill and Kaufmann (2000)-Transparency, liberalization and banking crises, The World Bank, February, 2000*

Иако и од табеларниот приказ се извлекува заклучок дека во фазите на преоди и промени (какви што се промените кои ги носи либерализацијата како процес), веројатноста да се случи финансиска криза е поголема, сепак тоа не значи дека треба да се сопре либерализациониот бран, туку значи дека треба да се подигне нивото на информирање на економската јавност и транспарентноста, за да можат банките за пократко време да ги соберат потешните информации и да се обезбеди оптимално ниво на квалитетен регулационен надзор над овие економски пороцеси, промени и појави.

#### 4.6. ПРЕСЕК НА ФРЕКВЕНЦИЈАТА НА БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ И НИВНАТА ВЗАЕМНА ПОВРЗАНОСТ И ПОВТОРЛИВОСТ

Бројот на земји кои имаат потешкотии во банкарскиот сектор се зголемува на почетокот на 70-тите години од минатиот век. Распаѓањето на Бретенвудскиот систем на фиксни девизни курсеви и зголемувањето на цената на нафтата само ги засилуваат проблемите во националните економии.

Високите и варијабилни каматни стапки во САД допринесуваат за должнички и банкарски кризи во многу земји во рзавој во Латинска Америка и во Африка. Во САД штедните и должничките кризи се јавуваат во 1984 година. По *Втората* светска војна, во доцните 80-ти и 90-ти години, Скандинавските земји, како резултат на приливот на капитал и растечките цени на пазарот на недвижности, доживуваат едни од најтешките банкарски кризи. Јапонската криза која се случи во 1992 година како резултат на растечките цени на средствата, траеше една деценија, а паралелно на тоа, со распаѓањето на Советскиот Сојуз, и некои од поранешните комунистички земји се соочија со силни потреси во банкарскиот сектор. Во 1994-1995 година се случуваат кризите во Мексико и Аргентина, а по нив следуваат Азиската криза во 1997 година, проблемите во Русија, Колумбија итн. Летото во 2007 година започнува кризата во САД која за краток период прераснува во глобална финансиска криза. Зачестеноста на банкарските кризи опаѓа кај развиените економии по Втората светска војна.



**ТАБЕЛА БР.10: КРАТОК ПРЕГЛЕД НА ФРЕКВЕНЦИЈАТА НА БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ ВО НЕКОЛКУ РЕГИОНИ / ГРУПИ НА ЗЕМЈИ ЗА ПЕРИОДИТЕ: 1800-2008 ГОДИНА И 1945-2008 ГОДИНА**

РЕГИОН/ГРУПА	ГОДИНИ НА БАНКАРСКА КРИЗА 1800-2008	БР. НА БАНКАРСКИ КРИЗИ	ГОДИНИ НА БАНКАРСКА КРИЗА 1945-2008	БР. НА БАНКАРСКИ КРИЗИ
АФРИКА	12, 5	1, 7	12, 3	1, 3
АЗИЈА	11, 2	3, 6	12, 4	1, 8
ЕВРОПА	6, 3	5, 9	7, 1	1, 4
ЛАТИНСКА АМЕРИКА	4, 4	3, 6	9, 7	2, 0
АРГЕНТИНА, БРАЗИЛ, МЕКСИКО	9, 2	9, 0	13, 5	3, 0
СЕВЕРНА АМЕРИКА	11, 2	10, 5	8, 6	1, 5
ОКЕАНИЈА	4, 8	2, 0	7, 0	1, 5
РАЗВИЕНИ ЗЕМЈИ	7, 2	7, 2	7, 0	1, 4
ЗЕМЈИ ВО РАЗВОЈ	8, 3	2, 8	10, 8	1, 7

*Извор: Reinhart C. M. and Rogoff K. S. (2008)- International aspects of financial market imperfections; The Aftermath of Financial Crises, NBER, CEPR, University of Maryland, Harvard University, December 2008*

**Забелешка:** Во групата развиени економии спаѓаат: Северна Америка, Океанија, Јапонија и сите европски земји освен земјите во развој во Европа; Земји во развој се: африканските земји, сите азиски земји освен Јапонија, Латинска Америка и земјите во развој од Европа (Унгарија, Полска, Романија, Русија и Турција).

Во анализираните 66 земји, единствено Португалија, Австрија, Холандија и Белгија не се вовлечени во банкарска криза во периодот од 1945 до 2007 година, но истите не остануваат имуни на глобалната економска криза 2008 година. Развиените земји или земјите со поразвиени финансиски системи се повеќе подложни на финансиски кризи, во однос на помалку доходовните економии.

Иако секоја финансиска криза е индивидуална и окарактеризирана со специфични карактеристики само за неа, сепак, заедничко за кризите во Шведска, Норвешка, Шпанија и САД е дека се поврзани со позајмувања за недвижности, висок кредитен ризик на пласманите и финансиска либерализација со неадекватни и недоволно подготвени супервизорски системи. Издржливоста на банките при финансиските потреси зависи од нивото на адекватност на капиталот.

Една од современите теории која дава објаснување за банкарските кризи е *теоријата на асиметрични информации*, според која кредитопримателот и кредитодавателот располагаат со различна количина на информации, како резултат на

што доаѓа до погрешна проценка на кредитниот ризик. *Моралниот хазард*, од друга страна пак, го дефинира прекумерното ризично однесување на кредитопримателот, при што доколку проектот успее-добивката е само за кредитокорисникот, но доколку не успее, загубата ја сноси кредитодавателот.

#### 4.7. СТИЛИЗИРАНИ ФАКТИ ЗА БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ

Сериозноста на банкарските кризи се огледа во фактот што во услови на финансиска либерализација и глобализација, доаѓа до брзо заразување или пренесување на кризите надвор од местото на генезата на истите, при што доаѓа до слабеење на националните валути, пад на БДП во просек за -3, 2%, намалување на вработеноста, буџетски и надворешни дефицити и долгови, повлекување на депозитите, пад во побарувачката за пари, зголемување на соодносот готовина/депозити, опаѓање на количината и бројот на пласираните банкарски кредити, раст на каматните стапки итн.

Во врска со долгорочните последици од кризата, поради високиот степен на неизвесност дури и во поглед на кусорочните проекции, сознанијата ги бараме во кризите од минатото. Досегашните искуства покажуваат дека острите финансиски кризи имаат трајни и длабоки ефекти врз цените на средствата, производството и вработеноста. На пример, во својата историска анализа на 21 епизода на банкарски кризи, во развиените и земјите во развој, американските економисти Rajnhart и Rogoff доаѓаат до следните заклучоци:

*Прво:* растот на невработеноста и опаѓањето на цените на станбениот простор во нивниот примерок се протега на период од пет до шест години;

*Второ:* охрабрувачки е што опаѓањето на производството во просек трае само две години;

*Трето:* падот на цените на акциите трае околу три и пол години;

Четврто: речиси сите кризи водат до голем пораст на јавниот долг, во просек од 88% во епизодите што се случиле по Втората светска војна (Rajnhart и Rogoff, 2008).<sup>70</sup>

**ТАБЕЛА БР.11: СТИЛИЗИРАНИ ФАКТИ ЗА БАНКАРСКИТЕ КРИЗИ**

<b>ИСТРАЖУВАЧИ И ГОДИНА НА ИСТРАЖУВАЊЕ</b>	<b>ПРИМЕРОК</b>	<b>БАНКАРСКИ КРИЗИ</b>	<b>СТИЛИЗИРАНИ ФАКТИ</b>
GORTON 1988	САД 1873-1914	7 БАНКАРСКИ КРИЗИ	ОПАГА СООДНОСОТ КРЕДИТ/ДЕПОЗИТ, ОПАГА АУТПУТОТ, ЗАГУБИ НА ДЕПОЗИТИ
KAMINSKY AND RAINHART 1999	20 ЗЕМЈИ 1970-1997	26 БАНКАРСКИ КРИЗИ	ПАРИЧНАТА МАСА М2 ОПАГА, ПАД НА ДЕПОЗИТИ, РАСТ НА КОЛИЧНИКОТ ДОМАШНИ КРЕДИТИ/БДП, НАМАЛУВАЊЕ НА АУТПУТОТ
LINDGREN 1996	34 ЗЕМЈИ 1980-1996	36 БАНКАРСКИ КРИЗИ	ВИСОКИ КАМАТНИ СТАПКИ, ПАД НА ФИНАНСИСКОТО ПОСРЕДУВАЊЕ, ПАД НА СООДНОСОТ ДЕПОЗИТИ/БДП, РАСТ НА СООДНОСОТ ГОТОВИНА/ДЕПОЗИТИ, НАМАЛУВАЊЕ НА МОНЕТАРНИОТ МУЛТИПЛИКАТОР, ЗГОЛЕМУВАЊЕ НА КРЕДИТИРАЊЕТО НА БАНКИТЕ, ДЕПРЕЦИЈАЦИЈА НА ДЕВИЗНИОТ КУРС

Извор: Gupta Poonam (2000)-Aftermath of financial crises, IMF, 2000

Денес светот се соочува и со пробелмите на дефицитарност од нафта и храна, со пораст на нивните цени и со самото тоа, со заканата од влијанието на финансиските кризи врз инхибирање на борбата против сиромаштијата. Потребен е максимален влог од страна на меѓународната заедница и националните економии во насока на надминување на причините за и последиците од финансиските кризи.

<sup>70</sup>Петковски Михаил (2009 б) - „Глобалната финансиска криза во 2008 година-причини и последици“, труд публикуван во Зборник на МАНУ, посветен на академик Ксенте Богоев, МАНУ, Април 2009

#### 4.8. УЛОГАТА НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВО ГЕНЕЗАТА И ЕВОЛУЦИЈАТА НА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА 2007-2008

Како почеток на кризата во САД се смета лудилото на купување на недвижности и огромните заработки од тоа и тоа за многу кратко време. Хипотекарните кредити беа одобрувани на недоволно кредитоспособни клиенти, со мали и несигурни примања и тоа од страна на т.н. „небанкарски банки,, кои потоа хипотеките ги продаваа на „регуларните банки,, од кои тие самите се финансираа со ликвидни финансии. Со ова доаѓа до префрлање на товарот на ризик од неисплаќање на долгот врз регуларните банки кои во крајна инстанца се вистинските финансиери. Дури и банките кои неможеа да одобруваат кредити почнуваат да купуваат разни хипотеки на недвижности, охрабрени од растечките цени на пазарот на недвижности. Доаѓа до нереални проценки на вистинските вредности на недвижностите од страна на агенциите за проценка, (ангажирани и плаќани од страна на банките), за потоа, врз основа на овие проценки, банките да емитираат обврзници. Освен тоа, пласираните второстепени кредити се доделувале со многу ниски каматни стапки, при што, имајќи го предвид континуираниот раст на цените на недвижностите, проблемот на отплата бил наводно намален во случај на активирање на хипотеката (истата требало да ги покрие и каматата и пеналите и главниот долг).

Кризата започнува во една од поголемите американски инвестициони банки “Bear Stearns”. Кога банката морала да ги врати главниците и каматите од доспеаните кредити, (затоа што клиентите не ги вратиле), во банкарското портфолио се соочиле со фиктивно покритие од хипотеки на недвижности, кои всушност не можеле да се продадат на пазарот според претходно проценетите вредности. Цените на пазарот на недвижности почнуваат да паѓаат. Банката се соочува со сериозен ликвидносен проблем кој по пат на домино ефектот се преобразува во финансиска криза на американското тло.

Како дополнителни фактори во оваа констелација на услови во САД, се надоврзуваат: постојаниот пад на вредноста на доларот, растот на цената на нафтата, а со тоа и на останатите стоки и услуги, високите даноци, големите буџетски трошоци,

недоследностите во регулативата, многуте скапи судски процеси во кои се вклучени американските компании, ниското национално ниво на заштеди и големиот имот во државна сопственост.<sup>71</sup>

Како **главни причини за создавањето и брзото прелевање на кризата во САД**, Jickling Mark<sup>72</sup> ги наведува:

- **Непромисленото хипотекарно кредитирање од страна на финансиските посредници**, при кое каматните стапки како и кредитните критериуми се сведени на минимум, што резултира со купување на станovi и куќи од луѓе кои не можат да си го дозволат тоа. Учеството на второкласните кредити во вкупниот хипотекарен пазар учествуваат со околу 1 до 1, 5 илјади милијарди долари, вкупниот хипотекарен пазар опфаќа приближно 11 илјади милијарди долари, а вкупниот должничко-кредитен пазар - 50 илјади милијарди долари;
- **Банкарскиот систем во сенка** се однесува на појавата на селење на хипотекарното позајмување од регулираните „регуларни банки,, кај недоволно регулираните „небанкарски банки,, кои се задолжуваа на краток рок одобрувајќи долгорочни кредити, што допринесе за непредвидување на ликвидносниот ризик;
- **Неуспехот во управувањето со ризикот** од страна на менаџерските тимови на банките, кои при кредитните анализи не го вклучуваат системскиот, пазарен ризик;
- **Високите банкарски бонуси** како краткорочните мотиви на банкарскиот менаџмент и на кредитните референти, за нивните остварени или надминати таргети на пласирани кредити, да немаат мотив да избегнат ризични клиенти и стратегии;
- **Секјуритизацијата** која, заради огромната побарувачка на заеми кои се всушност спакувани во AAA рејтинг, го намалува мотивот на инвеститорите да бидат внимателни;
- **Финансиските иновации и деривати** кои толку брзо се развиваа и распространуваа на берзите, што кредитните рејтинг агенции, кредитните аналитичари и регулаторите немаа време доволно да ги осознаат;

<sup>71</sup> Wahlman Anton (2008)- *Eight Economic Problems and Eight Solutions*, Working paper, Forum, 2008

<sup>72</sup> Jickling Mark (2009)-*Causes of the Financial Crisis*, Congressional Research Service, January 2009

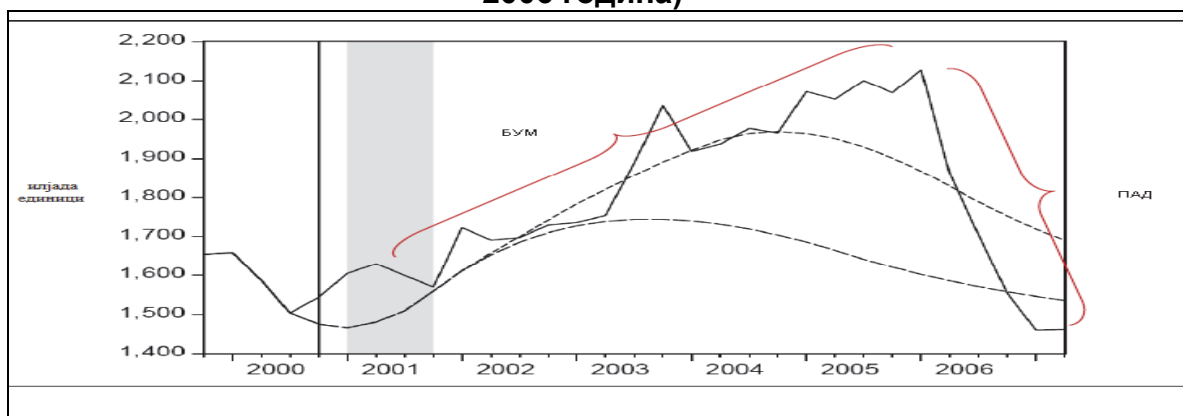
- **Комплексноста на финансиските инструменти** и неможноста на инвеститорите и регулаторите да го осознаат ризикот кој тие го носат;
- **Кредитниот ризик кај своповите**, кои како дериватни инструменти беа создадени за да го намалат ризикот, а всушност се преобразија во средство за шпекулативни трансакции;
- **Рејтинг агенциите** користејќи ја пазарната доверба во нив, необјективно ги проценуваат со AAA емисиите на хипотекарно емитираните хартии од вредност и како и останатите пазарни учесници - го потценуваат пазарниот ризик;
- **Недостаток на транспарентност при хипотекарното кредитирање**, при што се добивало впечаток дека трговците, како учесници на пазарот, нема да сносат одговорност за лошите хипотеки и акции. Меѓутоа, постојат договори според кои небанкарските хипотекарни позајмувачи мораат да ги примаат назад пропаднатите кредити и хипотеки;
- **Многубројните меури** т.е. вештачки надуваните цени кои се создаваат како резултат на монетарниот вишок создаден од страна на релаксираната монетарна политика на FED;
- **Глобалните нерамнотежи** се однесуваат на суфицитите во тековните сметки кои ги создаваат земјите како Кина, Јапонија и Германија и постојаните дефицитите во тековните сметки на САД и Велика Британија. Големите суфицити доведуваат до зголемување на побарувачката за финансиски средства, посебно за средства емитирани во САД. Тоа резултира со пад на каматните стапки и бум во цените на пазарот на недвижности во многу развиени земји;
- **Законодавството** кое всушност им дозволува на многу финансиски институции да влегуваат во нерегулирани, ризични трансакции. Голем дел од инвестиционите банки во САД, во дел од нивното работење, не се регулирани ниту од националното, ниту од државното законодавство;
- **Ослабнатата регулација на левериџот** од 2004 година, која на холдинзите и инвестиционите банки им дозволува повисоко ниво на задолжување;

- **Одделната регулација** на различни агенции за различни видови на финансиски институции, кои не беа ингерентни да ги мониторираат и контролираат новонастанатите ситуации;
- **Регулацијата на несистемскиот ризик** и непостоењето на институција која би имала детална јурисдикција врз инвестиционите банки, дилерите на деривати и сл.;
- **Човечката слабост** односно ограничените рационалност и самоконтрола кај инвеститорите и регулаторите (според бихејвиористичката теорија за финансиите);
- **Прекумерниот левериџ** на инвеститорите кои позајмуваат средства за да инвестираат и да го зголемат приносот;
- **Сметководствени стандарди** кои ја наметнуваат потребата на институциите да приложуваат редовни извештаи за тековната пазарна вредност на хартиите од вредност што ги поседуваат, а всушност економската јавност верува дека овие цени се под нивната долгорочна вредност. Ова допринесува за нарушување на пазарната доверба.

Меѓу останатите трендови кои дополнително ги влошуваат работите се: зголемената доверба во квантитативното мерење на ризикот, (посебно на кредитниот ризик), носењето на одлуки кај финансиските институции врз основа на пазарните цени, информационата асиметрија, зголемена употреба на краткорочното финансирање при секјутиризацијата, големата присутност на моралниот хазард, паниката на пазарот на пари (во август, 2007 година) проследена со значително деградирање на рејтингот на хартиите од вредност покриени со хипотеки, а како последица на големиот број заплenuвања итн. Со тоа, не само хипотекарните позајмувачи, туку и комерцијалните и инвестиционите банки доживеаја значителни загуби од падот на вредноста на хартиите од вредност со хипотекарно покрите.

Во рамки на објаснувањата за настанатата хипотекарна криза влегуваат и опаѓачките цени на недвижностите (пукање на ценовниот меур на недвижностите) и неантиципирањето на ова случување, воведувањето на заштитни клаузули за зголемување на каматните стапки (поврзани со пазарното зголемување на каматните стапки) во договорите за кредит, неспособноста за плаќање на кредитите како резултат на недостигот на примања, неможноста за пристап до нов кредит итн.

**ГРАФИКОН БР.14: ЦЕНОВЕН БУМ И ПАД КАЈ НЕДВИЖНОСТИТЕ САД (2000 - 2006 година)**

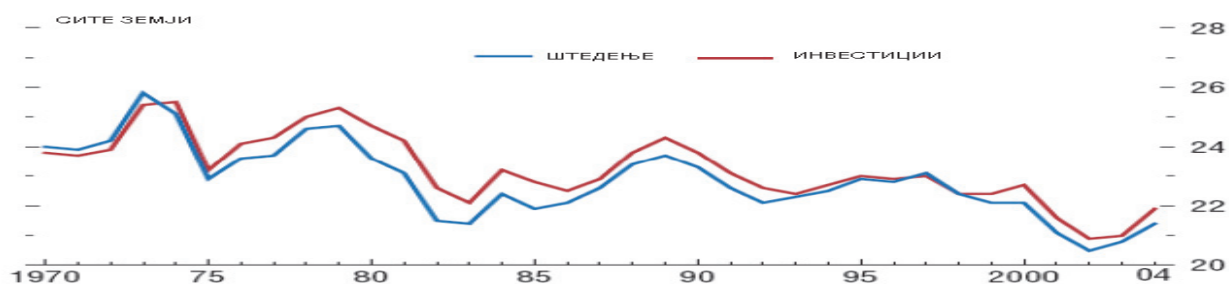


Извор: *The Economist*, 18/10/2007

Постои и објаснување според кое, сегашната финансиска криза е резултат на испреплетеноста на три главни тренда (Петковски, 2009 б):

- ❖ **Креирање на големо богатство** кое требаше да се пласира во различни видови на инвестиции. Прашањето е: Дали тоа богатство беше инвестирано на ефикасен и солиден начин?

**ГРАФИКОН БР. 14: СВЕТСКИ ЈАЗ ПОМЕЃУ ШТЕДЕЊЕТО И ИНВЕСТИЦИИТЕ (1970-2004)**



Извор: *IMF (2005)-World economic outlook, IMF, September 2005*

- ❖ **Преголемата спремност на индивидуалците и на финансиските институции да преземаат ризик.** Многу финансиски институции беа високо задолжени наспроти



големината на нивниот капитал. Водечките европски банки имаа коефициенти на вкупна актива/акционерски капитал помеѓу 30:1 до 50:1 во 2007 година, што значи дека евентуалното опаѓање на вредноста на вкупните средства за само 2-3% може да го збрише сопствениот капитал на банките.

- ❖ **Неадекватната регулација** која не стори ништо за да го спречи растењето на многубројните меури. Напротив, во многу случаи властите беа среќни поради порастот на цените на недвижностите и на финансиските инструменти и не сторија ништо за да ги забават тие трендови, толкувајќи ги како знак на силата и динамизмот на нивните економии.

Улогата на финансиските институции во развивањето и прелевањето на кризата на глобално ниво започна со растот на неисплаќањето на кредитите, кој започна со падот на цените на недвижностите. Пазарот бележеше драстичен пад на вредноста на хартиите од вредност покриени со хипотеки. *Банките се соочуваат со својот ликвидносен проблем.* Ликвидносниот ризик постои кога продавачите не се сигурни дека можат да ги продадат средства навремено без да понудат огромен попуст. Неподготвеноста на многу од најголемите финансиски институции да позајмуваат едни на други, предизвика ограничување на кредитоспособните должници и претпријатија да имаат пристап до средства за инвестирање во вредни проекти, а тоа имаше директни последици врз економски раст. Финансиските трансакции се попречени од создадената ризик аверзија од страна на потенцијалните инвеститори, а банките тендирајќи да ги намалат средствата (кредитите) со цел да се исполнат регулаторните стандарди, создаваат нова кредитна криза во економијата. Резултатот од сето тоа е повисоки трошоци за финансирање дури и за висококвалитетни фирми со добар кредитен рејтинг.

Bear Stearns беше преземена од JP Morgan во 2008 година. Иако FED им дозволи на банките да позајмуваат, истите, во обидот да ги распродадат нивните средства, се соочија со уште поголем пад на цените и проблемот на ликвидност прерасна во проблем на потенцијална несолвентност. Во септември, 2008 година, со банкротирањето на гигантот Lehman Brothers, (кој уживаше висок углед), започнува светската паника: сопира меѓубанкарското позајмување (освен позајмувањето преку ноќ) затоа што банките се

исплашени за својата ликвидност заради краткорочното финансирање на нивните операции и заради недостигот на расположлив капитал, како и поради кредитниот ризик на кредитобарателите.

Инвестиционите банки како и комерцијалните банки имаат краткорочни ликвидни извори на средства, но за разлика од комерцијалните банки тие не располагаат со сопствени депозити, како стабилна база на средства, ниту се заштитени од ризикот на навала на нивните доверители преку шемите за осигурување на депозитите и преку централната банка како позајмувач во крајна инстанца. Поради тоа, тие се високо зависни да позајмуваат на пазарот на пари. Инвестициските банки се високозависни од краткорочните финансии со кои обично се стекнуваат преку договорите за реоткуп ("Repos"), кои во суштина се краткорочни (преку ноќ) обезбедени кредити. Колатерал за договорите за реоткуп традиционално обезбедуваат Владата и Агенцијата за хартии од вредност (Фани Меј, Фреди Мек, како и други владино-спонзорирани претпријатија).

Беар Стернс и Мерил Линч беа продадени откако се соочија со неминовна пропаст, а Морган Стенли и Голдман Сакс за да ја избегнат истата судбина, се пререгистрираа во банкарски холдинг компании, што значи дека сега се регистрирани како комерцијални банки. Лиман Брадерс останува најголемата компанија која банкротирала во историјата на САД, со актива од 600 милијарди долари и 25 000 вработени (Петковски, 2009). Сепак, набљудувано од денешна инстанца, светската јавност го сублимираше впечатокот дека иако почетокот на кризата беше во САД, последиците од истата таму беа помали од очекувањата. Денес, најголемиот предизвик на економските власти во САД е да се справат со растот на цените на енергенсите и храната, буџетскиот дефицит и со падот на вредноста на доларот, кои директно водат до пад на нивото на животниот стандард на населението.

Кризата го откри изненадувачки високиот степен на поврзаност помеѓу земјите, финансиските пазари и реалната економија. Брзото пренесување и развојот на кризата во останатиот дел од светот се должи на трговските врски, интеграција на финансиските пазари, глобалната либерализација и финансиските иновации. Доаѓа до драстично опаѓање на светскиот аутпут, раст на наевработеноста, пад на побарувачката, пад на пласирањето на кредити, пад на цените на акциите, дефицити во платните биланси и

високи буџетски трошоци, надворешни долгови и најнова закана е порастот на цените на светско ниво.

Новите економски прогнози зависат од спроведувањето на политиките за обнова на довербата во финансискиот пазар, стабилноста и конкуренцијата, посебно во еврозоната. Се наметна потребата, *развиените економии да се фокусираат на „веродостојна фискална консолидација“* поддржана од компатибилните монетарни услови, од финансискиот сектор и другите реформи за подобрување на растот и конкурентноста. *Од економиите во развој, беше побарано да спроведат структурни реформи, а во некои случаи, да овозможат и поголема флексибилност на девизниот курс.* Во некои од поголемите брзо-растечки економии во земјите од *Азија и Латинска Америка* можни се ризици од прегрејување. Против оваа неизвесна позадина на сеопфатна политика, предизвик е да се врати довербата на финансискиот пазар. Сепак едно од изненадувањата во светската јавност беше исклучително доброто справување со кризата на земјите од Латинска Америка. Беше акцентирано дека Кина, како брзорастечка економија, треба да овозможи зајакнување на својата валута, да ја зајакне домашната побарувачка и да ја намали својата зависност од извозот.

Исто така се поизразена е потребата, државите да дејствуваат порешително за *да се врати довербата во финансискиот сектор и зголемување на понудата на кредити и да се обезбедат поекспанзивни монетарна и посебно (каде што има простор за тоа) фискална политика, за да го компензираат падот на приватната побарувачка.* Но дури и кај многу развиени земји, просторот за фискален стимуланс е тесен, особено ако се земат предвид контингентните обврски кон банкарскиот сектор и инфлациониот бран кој го зафати светот. Кај транзиционите економии изборот е уште помал (Словенија, Чешка, Словачка итн.). Токму затоа што сите земји не можат да се ангажираат во некој вид фискален стимуланс, уште повеќе е важно сите земји кои се во состојба, да земат учество во напорите за оживување на агрегатната побарувачка.<sup>73</sup>

Земјите во развој и транзиционите економии се соочуваат со нагло намалување на приливите на странски капитал познато како нагло сопирање или “sudden stop”. Падот на приливите беше проектиран да биде 65% во однос на нивото од 2008 година (IMF,

---

<sup>73</sup> IMF (2009)- World Economic Outlook, IMF, 2009

2009). Помалку развиените земји беа едноставно истиснати од страна на богатите OECD земји, кои нагло ги зголемуваат своите позајмици на меѓународните финансиски пазари. Во такви околности, како што покажува литературата<sup>74</sup>, само брзата реакција на меѓународните финансиски институции може да спречи големи загуби во производството и вработеноста. Помошта на меѓународните институции ќе биде дотолку понеопходна, бидејќи, за разлика од претходните кризи, во услови на глобална рецесија, „ненадејното запирање“ се случува истовремено со остриот пад на светската трговија и намалувањето на извозната побарувачка.<sup>75</sup>

#### 4.9. РЕГИОНАЛНИТЕ ЕФЕКТИ НА ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА

Во растечките економии од Азија и Латинска Америка, суштествената активност е подигање на домашната побарувачка, зголемување на извозот и одржување и продлабочување на трговските текови. Во Европа, (која беше посилно погодена од кризата од некои други региони), економиите се стабилизираа и се вратија во раст во 2010 година за прв пат од почетокот на глобалната финансиска криза. **Растот во ЕУ10 регионот**<sup>76</sup> се намали од 0,5 % во четвртиот квартал на 2009 година до 0,2 % во првиот квартал од 2010 година. Промените во економската активност во земјите од ЕУ10 регионот се нерамномерни и одразуваат различни степени на потпирање на надворешната побарувачка, како и фактори специфични за секоја земја. Во првиот квартал од 2010 година, економската активност во Унгарија и Чешка се врати

<sup>74</sup> Guillermo A. Calvo (2005)- "Crises in Emerging Market Economies: A Global Perspective," *NBER Working Papers 11305*, National Bureau of Economic Research, Inc.

<sup>75</sup> Petkovski Mihail (2010 )-, „ The Global Economic Crisis as a Challenge for Economic Policy,, Proceedings of the International Conference: *The Challenges of Economic Theory: The Aftermath of the Global Crisis*, Faculty of Economics, UKIM, 2010, Skopje

<sup>76</sup> Во рамки на ЕУ 10 регионот спаѓаат земјите: Бугарија, Чешка, Естонија, Унгарија, Латвија, Литванија, Полска, Словачка, Словенија, и Романија

во раст, додека пак продолжи да опаѓа во Латвија, Бугарија, Литванија, Романија, Естонија и Словенија. Во преткризниот период овие земји имале рапиден пораст на кредитите во приватниот сектор и големи нерамнотежи на тековната сметка. *Нето извозот поддржуван од намалената вредност на валутите во некои земји, беше главниот двигател на растот за повеќето ЕУ10 земји во првиот квартал од 2010 година.* Домашната побарувачка поттикна раст само во некои земји. Во Полска, растот на потрошувачката допринесе за раст на аутпутот, кој беше поддржан и од стабилните пазари на работна сила и економското закрепнување. **Индустриското производство** беше зајакнато во регионот, доживувајќи двоцифрена стапка на раст. Работите во врска со темпото на закрепнување се влошија во Романија и Бугарија. Порастот во **глобалната трговија** е поддржан од зголемувањето на побарувачката за трајни добра и капитална опрема, како и зајакнување на трговските врски на просторите во ЕУ10 регионот. Растот на извозот од контракција од 24% во мај, 2009 година доаѓа до 20% зголемување во април, 2010 година. **Извозот** е зголемен во двоцифрени стапки во повеќето од ЕУ10 земји и се движи од околу 22% раст во Романија до 10 % пораст во Полска. Во текот на истиот период, во земјите од ЕУ 10 регионот **увозот** се вратил во пораст со зголемување од 19%. Сепак, во првиот квартал на 2010 година, растот на извозот го надминува растот на увозот во овој регион, што доведе до зголемување на **трговските суфицити** во Чешката Република, Унгарија и Словачка и намалување на трговски дефицити. Салдата на **тековните сметки** се подобрува со повеќе од еден процентен поен од БДП во Бугарија, Латвија, и Република Словачка додека пак, се влошија во Романија и Полска. Фискалната политика кај некои земји е ограничена од потребата да се подобри состојбата во платниот биланс (Унгарија и Романија).

Во првиот квартал од 2010 година, **портфолио инвестициите** се зголемија или остана непроменети во сите ЕУ10 земји. Други инвестициски обврски, во голема мера, во форма на краткорочни депозити, беа значајни во Република Чешка, Словенија и Литванија. Во првиот квартал на 2010 година, **брuto надворешниот долг** во однос на БДП се движи од 42,5 % во Чешка, за 92,2 % во Литванија, повеќе од 100 % во Словенија, Естонија, Латвија, Бугарија и Унгарија. **Инфлацијата** на почетокот беше умерена како резултат на големиот пад на економијата, опаѓањето на кредитните пазари

и добро закотвените инфлациските очекувања. Во рамки на заемјите од ЕУ10 регионот, сликата е различна поради разликите во девизните курсни режими, различните политички одговори на економските власти во текот на кризата, како и факторите специфични за секоја земја. Потоа, во средината на 2010 година инфлацијата се зголеми главно, поради зголемувањето на цените на енергијата и намалување на вредноста на еврото. Во Словачка, порастот на нивото на цени во мај, 2010 година беше 0,7% (меѓу најниската инфлација во еврозоната). Во Бугарија, Естонија, Латвија и Литванија, постои умерено зголемување на инфлацијата што се должи на повисоките цени на енергијата. И покрај скромното закрепнување од крајот на јуни 2010 година, еврото е обезвреднето за скоро 10 % во однос на американскиот долар и 16 % во однос на јапонскиот јен во споредба со нивото на почетокот на годината. На полската злота и унгарскиот форинт им опаѓа вредноста за околу од 7% до 9 % од средината на април. Чешката круна останува на ниво приближно исто како тоа пред кризата. Паралелно со обидите за враќање на довербата во финансиските пазари се јавува загриженоста за **државните долгови** во одредени земји во евро зоната, заедно со страв од зараза и на други земји на ЕУ. Ова беше причината за пад на приливот на капитал, намалување на цените на акциите, зголемување на кредитните стандарди и пад на еврото во однос на американскиот долар и на другите главни валути. Оживувањето на прекуграничните финансиски текови на новите економии кое се случи на почетокот на 2010 година, предизвикаа пораст на движење на капиталот во почетокот на 2010 година. Државните долгови во некои земји на еврозоната допринесоа за значителен пад на *вредноста на акциите*, бришејќи ги придобивките од почетокот на 2010 година. Со исклучок на Словенија и Бугарија, акциските индекси во земјите од ЕУ10 регионот остануваат зголемени во однос на нивото од почетокот на јануари 2010 година. **Адекватноста на капиталот** на банките во ЕУ10 регионот остана на релативно високо ниво, над минимум регулаторните 8%, и покрај зголемувањето на деликвентните кредити, посебно во Латвија, Литванија и Романија.

Во првиот квартал на 2010 година, растот на **вработеноста** е негативен во сите ЕУ10 земји. Бројот на невработени се зголеми повеќе. Стапки на невработеност во ЕУ10 се зголеми од 6,5 % во јуни 2008 година до околу 10% од февруари до април 2010.

Податоците од Светската банка укажуваат на тоа дека од јуни 2008 година, стапката на невработеност се зголеми на ниво помеѓу 13% и 16 % во Латвија, Естонија и Литванија, и помалку од 5 % во другите EU10 земји. Постојат голем број на фактори за оваа варијација, вклучувајќи ја и длабочината на рецесијата, нејзиното влијание врз различните сектори, како градежништвото, финансискиот систем, владините програми за стабилизирање на вработувањето итн. Бројот на долгорочно невработените се зголемува. Во првиот квартал на 2010 година, има околу 140 невработени на едно работно место во Латвија а 12 невработени за работно место во Чешката Република. Економската рецесија и намалените можности за изнаоѓање на работа го ослабнаа притисокот врз платите во целиот регион.<sup>77</sup>

Додека заздравувањето на земјите од ЕУ10 регионот продолжува и во 2010 година, останува загриженоста за **државните долгови** кои во еврозоната фрлија сенка врз иднината. Брзата експанзија на глобалната трговија и производство, разгорени од солидниот раст во земјите од Азија и Латинска Америка е поддршка на порастот и во Европа. *Вкупниот извоз* се зголеми за 28 % во април 2010 година, а индустриското производство порасна за 11% . Вредноста на еврото, од почетокот на 2010 година падна за околу 12% во однос на вредноста на доларот и 16% во однос на јапонскиот јен, што на одреден рок ги прави европското производство и извозот поконкурентни. Сепак, *зголемените државни долгови, намалената подготвеност за прифаќање на ризикот кај економските субјекти, намалената подготвеност на банките за меѓусебно позајмување и растот на ненаплатливите кредити претставуваат закани кои би можеле да го ослабнат процесот на заздравување кај земјите од ЕУ10 регионот.* Постојат големи разлики меѓу земјите во делот на нивната ранливост од глобалната криза. Некои ЕУ10 земји станаа сè повеќе ранливи поради огромниот кредит за домување и порастот на потрошувачката, високите дефицити на тековна сметка, брзо зголемување на надворешниот долг, дефицитите на тековната сметка итн. Како резултат на тоа, бруто домашниот производ се намали многу повеќе отколку што се очекуваше. *Повеќето ЕУ10 земји се погодени потешко од земјите на ЕУ15 регионот и земјите во развој*

<sup>77</sup> World Bank Data Base

(ММФ, 2010). Дури и оние ЕУ10 земји кои одржуваа солидна макроекономската стабилност пред кризата, исто така, претрпеа големи опаѓања. *Брзината на опоравување од кризата е исто така побавна во ЕУ10 земјите, отколку во земјите од Азија и Латинска Америка, кои се со слично ниво на економски развој.*

Од почетокот на транзицијата, ЕУ10 земјите водат карактеристичен модел на економски раст и развој. Нивниот пристап е врз основа на политичката и економската интеграција со ЕУ, вклучувајќи го институционалниот развој, трговската интеграција, финансиската интеграција и мобилноста на работната сила. *Ниското ниво на капитал, генерално високо образована работна сила, ниското ниво на платите и конечно, ниското ниво на домашниот кредит (кои нудат потенцијал за значителна кредитна експанзија), беа главните фактори за прилив на капитал во ЕУ10 земјите. Имаше огромни **нето-приливи на капитал**, поголеми отколку во која било друга земја во развој, сопственоста на банкарскиот сектор беше речиси целосно префрлена во банките од Западна Европа, Бруто надворешните средства и обврски се зголемија рапидно: нивното ниво (како процент од БДП), беше во голема мера слично на нивото кај новите земји во Азија и Латинска Америка во 2000 година, но до 2007 година ваквото ниво е за двапати поголемо отколку во другите нови земји и региони. Учеството на надворешната трговија во БДП се зголеми брзо и стана многу повисоко во однос на земјите од ЕУ15 регионот и другите нови економии и земји во развој, растот на продуктивноста во ЕУ10 земјите во текот на 1995-2005 беше мошне брз, приливот на капитал во недвижен имот и финансиски услуги беа доминантни во Бугарија, Естонија, Латвија, Литванија и Романија, додека инвестициите во производство беа многу значајни во Словачка. Инфлацијата пред почетокот на кризата беше над 10 % годишно во Латвија, Бугарија, Литванија и Естонија па следствено и реалните каматни стапки беа пониски во земјите со повисоки стапки на инфлација. Беа регистрирани рапидни порасты на цените на недвижностите во Бугарија, Естонија, Латвија, Литванија и Романија.*<sup>78</sup>

Се појавуваат висока **надворешна задолженост** и голем дефицит на тековната сметка кај Естонија, Латвија, Литванија, Бугарија и Романија кои влегоа во кризата како повеќе ранливи од другите ЕУ 10 земји. Иако постои малку простор за домашните

<sup>78</sup> IMF (2009)- World Economic Outlook, IMF, 2009



**регулаторни мерки** во финансиво-интегрирани економии, како една од причините за ширењето и последиците од кризата во овие земји се нотираше и недоволно претпазливата домашна финансиска регулатива и супервизија. Несовесните политики на **кредитирање** од страна на банките одиграа важна улога во прелевањето и развојот на кризата. Малите отворени економии не можат да се ослободат самите од несакани случувања во областа во која тие се интегрирани. Наместо тоа, земјите како Полска или Чешка треба да продолжат да ги искористуваат потенцијалите во рамките на ЕУ-интеграција за нивните економско- растечки модели, да ја зајакнат својата конкурентна позиција и да се осигураат дека макроекономските слабости од пред кризата нема повторно се појават.

**ТАБЕЛА БР.12: ЕФЕКТИ НА ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА ВО ЕУ 10 РЕГИОНОТ ВО 2009 ГОДИНА**

ЗЕМЈА	НАДВОРЕШЕН ДОЛГ / БДП ВО %	БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ %	БДП %	БДП ВКУПЕН / БДП НА ЕУ %	СТАПКА НЕВРАБОТЕНОСТ %	НА
ЕСТОНИЈА	7, 2	-1, 7	-14, 1	-	13, 8	
СЛОВЕНИЈА	35, 7	-5, 5	-7, 3	0, 4	5, 9	
УНГАРИЈА	78, 3	-4	-6, 3	-	10	
РОМАНИЈА	23, 7	-8, 3	-7, 1	-	6, 9	
БУГАРИЈА	14, 8	-3, 9	-5	-	6, 8	
ГРЦИЈА	115, 1	-13, 6	-2	2, 6	9, 5	
ПОЛСКА	51	-7, 1	1, 7	-	-	
ЧЕШКА	35, 4	-5, 9	-4, 3	-	6, 7	
СЛОВАЧКА	35, 9	-6, 8	-4, 7	0, 7	12	

Извор: *Carnegie endowment. org*

Загриженоста во врска со долговите во делови од еврозоната ја истакнаа потребата на веродостојна **фискална консолидација** и во земјите од ЕУ10 регионот. Фискалната консолидација, исто така, ќе помогне во пренасочување на јавната побарувачката кон побарувачката на приватниот сектор. Владите ги повторија своите заложби во програмите за 2010 година за намалување на фискалниот дефицит до 3 % од БДП. Во

моментов, сите членки на ЕУ земјите, со исклучок на Естонија, Шведска и Луксембург бележат прекумерен фискален дефицит. Спротивно на тоа, сите влади на земјите од ЕУ15 регионот сè уште, во просек, го прошируваат фискалниот дефицит, како и голем број на други земји кои имаат соодветен фискален простор за одлагање на фискална заштеда до 2011 година. Беше планирано постепено фискално приспособување во повеќето ЕУ10 земји, а скалата на фискална консолидација беше проектирана во 2011 година фискалниот дефицит да се намали од -5,8 % од БДП на -4,7% од БДП. Од 2012 година, фискалните дефицити би требало да се намалени за 3,5% од БДП во ЕУ10 регионот, во споредба со 2,7% од БДП во земјите од ЕУ15 регионот. Сепак, останува заклучокот дека буџетските цели од 2011 година па наваму беа базирани на преоптимистични проекции за економскиот раст во некои земји и често консолидационите стратегии беа недоволно поддржувани со конкретни мерки и миниторинг систем. Економското закрепнување и пониските каматни стапки нема да бидат доволни услови за да се стабилизира јавниот долг во регионот. Во почетокот на 2010 година, забележителни се намалените расходи во Бугарија, Унгарија и Литванија, главно благодарение на планираното намалување на тековните расходи. Во многу земји, клучните мерки за намалувањето на **фискални дефицити** се замрзнување или намалување на платите во јавниот сектор, намалување на пензиите, консолидација на дискреционите трошоци и зголемување на флексибилноста на владините трошоци. Во некои земји овие мерки се надополнети со активности за проширување на даночната основа, со зголемување на даночни стапки (во Чешка Република, Романија и Словенија) и со зајакнување на даночната администрација. Со цел спроведување на доследна фискална консолидација, Полска, Романија и Унгарија во почетокот на 2010 година пристапија кон воведување на нови законски решенија кои ја регулираат оваа материја.

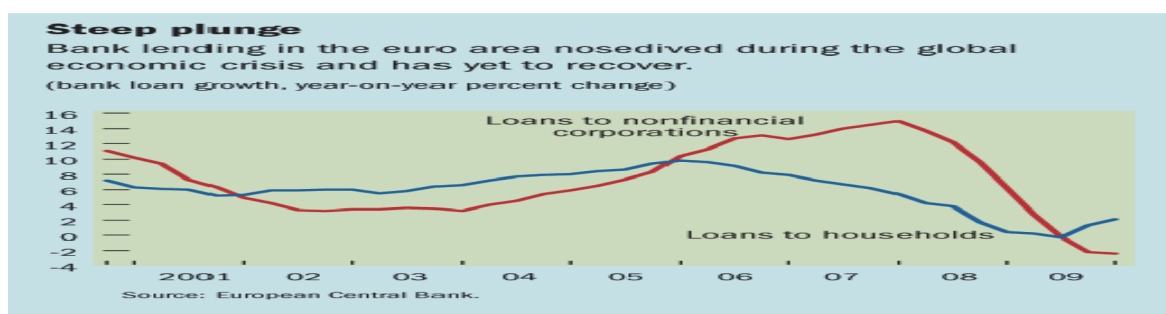
Во борбата со **невработеноста**, освен некои владини мерки за поддршка на вработувањата и реструктурирањето на јавниот сектор, главен предизвик со кој се соочуваат владите во регионот е спречување на преодот на цикличната невработеност во структурна невработеност. Мобилноста на работната сила е на ниско ниво во повеќето од земјите во регионот. ЕУ10 земјите сеуште имаат големи разлики во продуктивноста на трудот во однос на ЕУ15 регионот.

Во почетокот на септември 2008 година, изгледаше дека **земјите од еврозоната** или ЕУ 15<sup>79</sup> ќе бидат поштедени од финансиската криза и од големи прекугранични финансиски потреси. Германската регионална банка Sachsen беше тивко продадена на конкурентите во септември 2007 година, а во текот на летото 2007 година неколку други европски финансиски институции, (Сосиете Женерал, ИКБ и УБС), иако имаа најави за огромни загуби, сепак останаа во бизнисот. Но пропаѓањето на американскиот гигант Леман Брадерс, предизвика силен удар на европскиот банкарски сектор во септември. На 28 септември, 2008 година владите на Белгија, Луксембург и Холандија брзо се согласија со **национализација** на осигурителната компанија Фортис и нејзината истонаречена банка, а потоа и на банката Дексија, која ја спасуваат Бенелукс владите и Франција. Нивната кауција изнесуваше 11,2 милијарди евра за Фортис и 6,4 милијарди евра за Дексија. Денес, шест години по развојот на кризата, Дексија и по добиената втора финансиска инекција, очигледно ќе има потреба уште еднаш да биде спасена, со што јавните финансии на Франција и Белгија ќе потонат уште подлабоко под црвената линија. До крајот на септември 2008 година, Ирска имаше најави за покриено **гарантирање на сите депозити** во своите национални банки (вклучително и оние што работат во странство), на штета на британските банки, кои беа подложени на делумна гаранција од страна на Владата на Велика Британија. Повеќето од одлуките за спасување беа носени индивидуално, од случај до случај, и таквиот пристап, повторно беше применет од страна на германската влада. Еден од најголемите банкарски конгломерати во Германија, Хипо Реал Имот (HRE) требаше да биде saniрана, во вредност од 50 милијарди евра. Веќе станува јасно дека координирана акција од земјите, во насока на спасување на финансискиот систем беше и повеќе од потребна. Во таа смисла беше и одлуката за **координирано намалување на каматните стапки** на 50 базични поени од страна на FED, Европската централна банка, Банката на Канада, Централните банки на Шведска и Швајцарија и Банката на Англија. Од 11 октомври, 2008 година сите влади во еврозоната одлучија да ги гарантираат речиси сите долгови и меѓубанкарските заеми и да обезбедат финансиски средства за рекапитализација на

<sup>79</sup> Во рамки на земјите од еврозоната (ЕМУ) или ЕУ15 спаѓаат: Белгија, Финска, Португалија, Италија, Германија, Австрија, Ирска Кипар, Малта, Грција, Холандија, Франција, Луксембург, Словенија и Шпанија а од 01.01. 2011 година и Естонија

банките кои доброволно учествувале во шемата. Покрај тоа, Франција и Германија наметнаа строги услови за висината на платите и банкарските бонуси. Повеќето влади, на пример, во Италија, Шпанија и Португалија, едноставно се нудат да ја гарантираат меѓубанкарската активност, наместо да го санираат финансискиот систем. Германија стави јасно до знаење дека е подготвена да инјектира до 400 милијарди евра во финансискиот систем. Белгија и Португалија одлучуваат да го зголемат депозитното осигурување до 100 000 евра со цел да ја зголемат довербата на штедачите и да се спречи појавата на „навала на банките“. Анализата на трендовите на пласираните кредити во периодот пред и по започнувањето на кризата, укажува на континуиран тренд на пораст на коорпоративните кредити, почнувајќи од 2002 година па сè до средината на 2007 година, кога масата на истите бележи драстичен пад (види графикон бр. 5). Состојбата со кредитната маса пласирана кај домаќинствата е со сличен растечки тренд во интервалот од 2001 до 2006 година, по што доаѓа до опаѓање на истата. Овие два тренда предизвикуваат дополнително намалување на ликвидноста во економиите и влошување на последиците од кризата.

**ГРАФИКОН БР.16: БАНКАРСКИТЕ КРЕДИТИ ВО ЕВРО ЗОНАТА ПРЕД И ЗА ВРЕМЕ НА КРИЗАТА ЗА ПЕРИОД ОД 2001 ГОДИНА ДО 2009 ГОДИНА** (ПРОЦЕНТУАЛНА ПРОМЕНА ОД ГОДИНА ВО ГОДИНА)



— кредити на нефинансиски фирми

— кредити на домаќинствата

Извор: Европска Централна Банка

И покрај силните обиди на економските власти ширум светот да ги арбитрираат силните удари на кризата, економската статистика зборува за висок

дефицит во тековните сметки (инициран од трговскиот дефицит во економиите), опаѓање на странските директни инвестиции, раст на каматните стапки и дефицитарна ликвидност, опаѓање на вработеноста и аутпутот и должничка криза. Стапката на **невработеност** во Шпанија во 2008 година изнесува 20%, (од кои 40% се млада работна сила) а буџетскиот дефицит е околу 11% од БДП. Економијата во Шпанија не е доволно диверзифицирана што го успорува излезот од рецесијата и отплаќањето на долгот. Економијата на Италија е повеќе диверзифицирана од онаа на Шпанија, што значи дека Италија има повеќе начини да обезбеди буџетски приходи и да ги плаќа своите долгови. Нејзиниот дефицит е околу 12% од БДП, (ниво многу повисоко од прифатените 3% во ЕУ).

Многу аналитичари стравуваат од можноста за зајакнување на силниот **инфлационен бран**, потхранет од експанзивните монетарни и фискални политики имплементирани со цел арбитрирање на рецесијата. Дополнителен фактор на влијание за раст на нивото на цените претставува војната во Либија и Блискиот Исток како клучен извозник на нафта (порастот на цената на енергенсите) и дефицитот на храна на светско рамниште (пораст на цените на прехранбените продукти). Се очекува FED да ги зголемат каматните стапки, откако обновувањето на економијата ќе добие солидна основа во следните месеци, со цел да се повлече дел од ликвидноста во економијата и да се минимизира можноста за високата инфлација.<sup>80</sup>

**ТАБЕЛА БР.13: КАРАКТЕРИСТИКИ НА ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА ЗА ДЕЛ ОД ЗЕМЈИТЕ ОД ЕУ 15 ВО 2009 ГОДИНА**

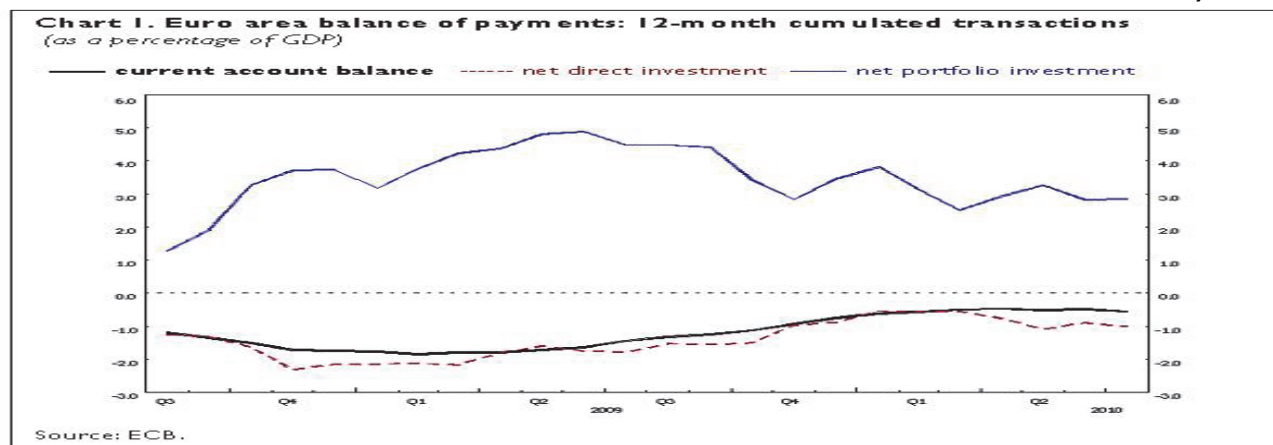
ЗЕМЈА	НАДВОРЕШЕН ДОЛГ / БДП ВО %	БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ %	БДП %	БДП / ВКУПЕН БДП НА ЕУ %	СТАПКА НА НЕВРАБОТЕНОСТ %
ХОЛАНДИЈА	60, 9	-5, 3	-4	6, 4	3, 4
ГЕРМАНИЈА	73, 2	-3, 3	-5	26, 8	7, 5
АВСТРИЈА	66	-3, 4	-3, 6	3, 1	4, 8
ФИНСКА	44	-2, 2	-7, 8	1, 9	8, 2
БЕЛГИЈА	96, 7	-6	-3	3, 8	7, 9

Извор: *Carnegie endowment data base*

<sup>80</sup> Barrell Ray (2008)- „The Evolution of the Financial Crisis of 2007—8,, *National Institute Economic Review*, October 2008

Анализата на состојбата на **тековната сметка** на земјите од евро зоната укажува на тоа дека во јули 2010 година, (вклучително со сезонските прилагодувања) истата забележа дефицит од 3,8 милијарди евра. Во јули 2010 година, во финансиската сметка која ги вклучува директните и портфолио инвестициите, е снимен нето одлив од 26 милијарди евра, (што покажува нето одлив на портфолио инвестициите во износ од 24 милијарди евра и директни инвестиции во износ од 2 милијарди евра). **Нето одливот во директни инвестиции** е произлезен од **нето одливот во акционерски капитал и реинвестирана добивка**. Портфолио инвестициите забележаа **нето одлив на должнички инструменти** што резултираше главно од бруто продажба на еврообврзници и бруто купувања на девизни средства и инструменти на пазарот од страна на жителите на евро-зоната. Сметката на финансиските деривати беше блиску до рамнотежно ниво.

**ГРАФИКОН БР.17: ПЛАТЕН БИЛАНС НА ЕВРО ЗОНАТА (12-МЕСЕЧНО КУМУЛИРАНИ ТРАНСАКЦИИ КАКО ПРОЦЕНТ ОД БДП ВО 2010 ГОДИНА)**



\_\_\_\_\_ биланс на тековна сметка  
 - - - - - нето директни инвестиции  
 \_\_\_\_\_ нето портфолио инвестиции

Извор: Европска централна банка

Економското закрепнување во евро-зоната може да се соочи со нови тензии во смисла на тоа **дали еврото е пожелно како единствена валута** во овој регион, ако се има предвид дека станува збор за хетерогена група на земји. Имено, иако еврото ја поедноставува трговијата помеѓу земјите, тоа создава значителни проблеми за монетарната политика, затоа што единствена валута значи и единствена монетарна

политика и единствена каматна стапка, дури и ако економските услови, (особено циклични), значително се разликуваат помеѓу земјите членки на Европската економска и Монетарна унија (ЕМУ). Единствената валута, исто така, значи заеднички девизен курс во однос на другите валути, со што, за било која земја во рамките на еврозоната, се исклучува природниот одговор на девизната политика (како реакција на хроничниот трговски дефицит), девизниот курс т.е. вредноста на домашната валута да опаѓа, во корист на извозот и намалување на увозот. *Во отсуство на национална валута, единствениот лек за хроничниот трговски дефицит е намалување на реалните плати и пензии и/или зголемувањето на продуктивноста во економијата.* Паралелно со процесот на закрепнување на целокупната економија во евро зоната, ЕЦБ ќе започне да ја намалува ликвидноста и да го подига нивото на краткорочните каматни стапки. Оние земји, чии економии остануваат релативно слаби се очекува да се противат на порестриктивната монетарна политика.<sup>81</sup>

Контрастот помеѓу условите во **Германија и Шпанија** го илустрира проблемот на обединувањето на различностите во ЕУ. Стапката на невработеност е околу 8% во Германија, но повеќе од двојно - околу 20% во Шпанија. Додека Германија (од август 2008 до август 2009 година) забележа трговски суфицит од 175 милијарди долари, Шпанија ја води трговскиот дефицит во износ од 84 милјарди долари во истиот временски интервал. Доколку Шпанија и Германија сè уште ги имаа пезетата и германската марка како национални валути, разликите во трговските салда ќе предизвикаа марката да апрецира во однос на пезетата чија што вредност ќе опаѓа, што ќе предизвика стимулирање на побарувачката и на извозот и намалување на увозот во Шпанија, што ќе иницира и намалување на невработеноста. Но, со опоравувањето на економијата во евро-зоната, кога ЕЦБ ќе ја подигне каматната стапка, тоа би можело да ја влоши шпанската невработеност. Шпанија не е единствената земја што ќе има мотив да ја напушти ЕМУ. Грција, Ирска, Португалија, па дури и Италија најчесто се наведуваат како земји кои би можеле да имаат корист од тоа, да бидат во состојба да извршуваат независна монетарната политика и да им дозволуваат на своите валути за да се прилагодуваат на потрбите на домашните економии. Но, треба да се акцентира и

<sup>81</sup> Martin Feldstein (2010)- *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, Working paper, NBER, 2010

фактот дека напуштањето на ЕМУ, вклучува и технички и политички прашања какви што се трговските врски во унијата, правата на глас при креирањето на заедничката надворешна и одбранбена политиката и сл. Овие економски и политички ризици може да бидат доволни за да ги одврати тековните ЕМУ членови од одлуката да ја напуштат монетарната унија, па дури и по цена на тоа што за некои од овие земји, останувањето во зоната на еврото би можело да наметне значителни трошоци кои ќе бидат премногу високи за да се справат со нив.

Иако, земјите од Источна Европа и Централна Азија, поттикнати од високите странски инвестиции, во последниве години уживаа во брзиот раст, сепак, земјите од Источна Европа и Комонвелтот на независни држави (ЗНД), со исклучок на Русија биле генерално лошо погодени од глобалната економската криза 2008 година. Силно влијание врз опаѓањето на растот имале **слабата побарувачка за стоки и извозот**, како и **сушењето на меѓународната ликвидност**. И покрај тоа што повеќето финансиски институции во двата региони немаа голема директна изложеност на американските кредитни пазари: западно-европските банки имаа тесни врски со финансиските институции од Источна Европа, сепак, бегството на капиталот и намалената ликвидност предизвикаа пад на БДП. Меурите на пазарот на недвижности се појави во Источна Европа, особено во балтичките земји, како што се Летонија и Литванија. Во рамки на случувањата поврзани со глобалната економска криза 2008, земјите во Азија се повеќе се загрижени за она што се случува на Запад. Голем број на Влади ги повикаа САД да обезбедат значајни гаранции и финансиска помош за својата економија, со цел да делуваат смирувачко на странските инвеститори и на другите делови во светот. Многумина сметаа дека за Азија беше доволно да се оддели од западниот финансиски систем. *Азија немаше криза со хипотеки, а многу азиски земји се одликуваа со брз раст и создавање на богатство во последниве години. Покрај тоа, имаше зголемен прилив на странски инвестиции во Азија, главно од Запад. Сепак, оваа криза покажа дека во меѓусебно поврзаните економии секогаш има пренесување на ефектите и како резултат на тоа, Азија е изложена на проблемите кои произлегуваат од Запад. Во многу азиски земји страдаат нивните пазари на акции и*



*валутните вредности, доаѓа до пад на побарувачката за азиските производи и услуги, загуба на работни места и социјални немири.*

Многу источно-европски **банки** се потпираат на кредити од западните европски банки, кои се често сопственици на значителни удели во финансиските институции. Меѓу најранливите земји во овој поглед биле Естонија, Украина, Хрватска и Латвија, каде што со намалување на капиталот од родител-институциите, силно биле погодени домашните финансиски посредници, фирмите и населението. Слично на тоа, банките во Казахстан во голема мера имаат позајмици од странски институции, вклучувајќи ги и оние во САД, и беа премногу ориентирани кон кредитирање на градежниот сектор, кој сега доживува остра криза. Ситуацијата е веројатно најсериозна во Унгарија и Украина, кои во октомври 2008 година, добија итни заеми од ММФ во висина од 15,7 милијарди долари и 16,5 милијарди долари соодветно. Тоа беше со цел да се исклучат кризите во банкарскиот сектор, да се стабилизира финансискиот сектор, да се намали големиот буџетски дефицит и забавувањето на растот, да се амортизира падот на вредноста на валутата во Украина како и падот на берзите и политичките несогласувања во овие земји. По неочекуваните приходи од нафта, до октомври 2008 година, властите во Казахстан инфилтрираа 5 милијарди долари за да ги рекапитализираат банките во домашната економија. Туркменистан и Узбекистан како две од најмалку развиените земји во регионот, беа подобро изолирани од глобалните случувања, поради нивните послаби меѓународни, финансиски и трговски врски, но сепак не беа поштедени од налетите на силниот рецесионен бран. Додека некои производители на нафта како Азербејџан (38, 3% од БДП), Туркменистан (26, 5% од БДП) и Узбекистан (16, 8% од БДП), се во релативно силна позиција остварувајќи суфицити на нивните тековни сметки, други, како што се Грузија (-20, 8% од БДП) или Молдавија (-19, 9% од БДП), се повеќе ранливи поради високото ниво на трошење наспроти ограничените владини приходи. Слабењето на побарувачката на клучните пазари за извоз во Западна Европа ќе предизвика намалување на побарувачката за источно-европа стока. На пример, во 2007 година, Република Чешка пласираше 52,6% од својот извоз во ЕУ-27, Унгарија: 50,4% и Полска: 53,5%. Украина исто така се потпираше на извоз на стоки, особено од челик, чија вредност паѓа во втората половина

на 2008 година како резултат на падот на глобалната побарувачка.

Заради намалената меѓународна ликвидност доаѓа до значителен пад на **странските директни инвестиции** во Источна Европа и ЗНД земјите. Тоа ќе генерира загуба на нови работни места и нови бизнис можности. Во реалноста, сиромашните земји како Киргистан и Таџикистан се и меѓу најтешко погодените. Студиите врз земјите говорат дека економските шокови се пренесуваат главно преку пазарот на трудот. Сиромаштијата ќе се зголеми посебно помеѓу оние домаќинствата кои биле зависни од приватните дознаки и трансфери како и кај оние чии членови биле вработени во градежниот сектор. Се стравува дека кризата може да доведе до зголемени **социјални немири**, зголемување на криминална активност и трговијата со луѓе, нарушени меѓучовечки и етнички односи, пад на крвките влади и на младите демократии итн. Доаѓа до значаен раст на **невработеноста** која во земјите како што е Босна достигнува ниво од дури 47% во 2007 година. Голема загуба на работни места, особено во земји како Украина и Казахстан, ќе предизвика падот во градежниот сектор. Благодарение на намалувањето на стоковните цени и цените на храната, како и зголемената побарувачка, **инфлацијата** бележи пад во втората половина од 2008-2009 година, во согласност со повеќето други региони. Таа претходно достигна високо ниво, на пример од 25,3% во Украина, од 12,2% во Бугарија и од 11,3% во Литванија. Денес овие економии не се имуни на растот на цената на енергенсите и прехранбените производи.

Долгорочно гледано, во иднина, економиите на овие региони може да ја заострат регулативата за подобра контрола на кредитните политики на банките и воедно, да ја поттикнат економска диверзификација во националните економии, со што би ја намалиле извозната зависност од дадени добра. Економиите кои имаат силна почетна фискална и платно-билансна позиција, веројатно ќе имаат повеќе простор за **експанзивна фискална политика** и ќе можат да си дозволат фискално-стимулативен пакет, додека кај оние со послаби перформанси, првичните позиции може да бараат значителни фискални приспособувања и намалувања на буџетските трошоци. Се разбира дека макроекономските политики за стимулирање на агрегатната побарувачка во земјите, внимателно треба да се креираат и имплементираат затоа што коњуктурата

на страна на агрегатната побарувачка би можела да биде дополнителен фактор за раст на нивото на цените. *Трудо-интензивните јавни инвестиции можат да бидат важен одговор на кризата во создавањето на услови за среднорочен раст, а таквата стратегија може да создаде можности за вработување во рамки на програмите за јавни работи и градење на инфраструктура, која е во функција на поддршка на економското закрепнување и економскиот раст на среден рок.*

Од **земјите во развој**, Индија и Кина се меѓу најбрзо растечките народи и по Јапонија, се најголемите економии во Азија. Од 2007-2008 економијата на **Индија** се зголеми за 9% а голем дел од неа е поткрепен со нејзиниот домашен пазар како резултат на дискреционите финансиски стимулативни мерки. Сепак, дури ни тоа не е доволно за да го арбитрираат влијанието на светската финансиска криза. **Кина**, на сличен начин, доживеа остар пад на БДП. Всушност економиите како Кина, кои се специјализирани за производство на капитални добра (Јапонија, Германија, Тајван и САД) се длабоко погодени од опаѓањето на инвестиционото трошење, посебно во Азија. Освен тоа, Кина се соочува со поголеми немири во врска со губењето на работните места на работоспособното население. *Се наметна потребата Кина да ја зголеми вредноста на домашната валута, да ја поттикне домашната побарувачка за да ја намали зависноста на домашната економија од извоз и да ги охрабри своите компании да инвестираат повеќе во странство, со цел да се намали растечкиот притисок на нејзината валута-Јуанот. Од Кина потекна и првата изразена загриженост за светската резервна валута и предлогот доларот да се замени со светска резервна валута водена од страна на ММФ. Се разбира, САД и нивните сојузници ќе бидат отпорни на идејата, посебно откако САД ја одбрани вредноста на доларот како глобална валутна резерва.*

**Јапонија**, која ја доживеа својата криза во 1990-тите години, исто така, се соочува со проблеми сега. Додека нејзините банки се многу посигурни во споредба со западните банки, таа и понатаму останува многу зависна од извозот. Производство на Јапонија за првите 3 месеци од 2009 година опаднало со најбрзо темпо во последните шест декади, главно поради падот на извозот. Кон крајот на октомври 2008 година, на одржаната големата средба помеѓу ЕУ и голем број од азиските земји се нотираше потребата за координиран одговор од земјите на светската финансиска криза. Азиските

лидери побараа „ефикасна и сеопфатна реформа на меѓународниот монетарен и финансиски системи" и побараа да се направи простор во меѓународните процеси и тела за одлучување и за земјите во развој. Дури, во последно време, азиските нации размислуваат за создавањето на нов и алтернативен азиски девизен фонд. Она што во блиското минато се случуваше во Јапонија (земјотресите, цунамито и нуклеарната криза) претставуваше сериозна закана за земјите трговски партнери на Јапонија, но и огромен ризик фактор за предизвикување на нов кризен бран на сè уште ранливата светска економија. Според некои процени, предизвиканата штета во земјата е во износ од над 300 милијарди американски долари.

Генерално слабата интеграција на **Африка** со останатиот дел од глобалната економија беше клучен фактор, многу африкански земји да бидат помалку засегнати од кризата. Јужна Африка, најголемата економија во Африка, ќе влезе во рецесија за прв пат од 1992 година, поради остриот пад на производството и рударството како клучни сектори. Очекувањата на долг рок се дека странските инвестиции како и странската помош (од ММФ), која е важна за голем број на африкански земји, ќе се намалат, како резултат на сушењето на меѓународната ликвидност. Африканските земји може да се соочат со зголемен притисок за отплата на долгот од страна на западните банки. Ова би можело да предизвика натамошно намалување на социјалните услуги, како што се здравството и образованието, кои веќе се намалени како резултат на кризата и политики од претходните епохи (IMF, WEO, 2009) .

Голем дел од економиите во **Латинска Америка** зависат од трговијата со САД (кои апсорбираат половина од извозот на Латинска Америка). Како таква, Латинска Америка исто така, ќе го чувствува ефектот на глобалната финансиска криза и побавниот раст во Латинска Америка. Поради својата близина до САД и нивните блиски односи преку НАФТА и другите договори, се очекуваше Мексико да биде една од најпогодените земји во регионот. Сепак генерален заклучок е дека земјите на Латинска Америка исклучително добро се справија со кризата. Голем број земји во регионот се обидуваат да ги подобрат трговијата и економската соработка со земјите од Азија. Проблемите на регионалниот блок Меркосур (јужен заеднички пазар), покажуваат дека кај многу јужноамерикански држави јакне свеста за поставување на трговските бариери

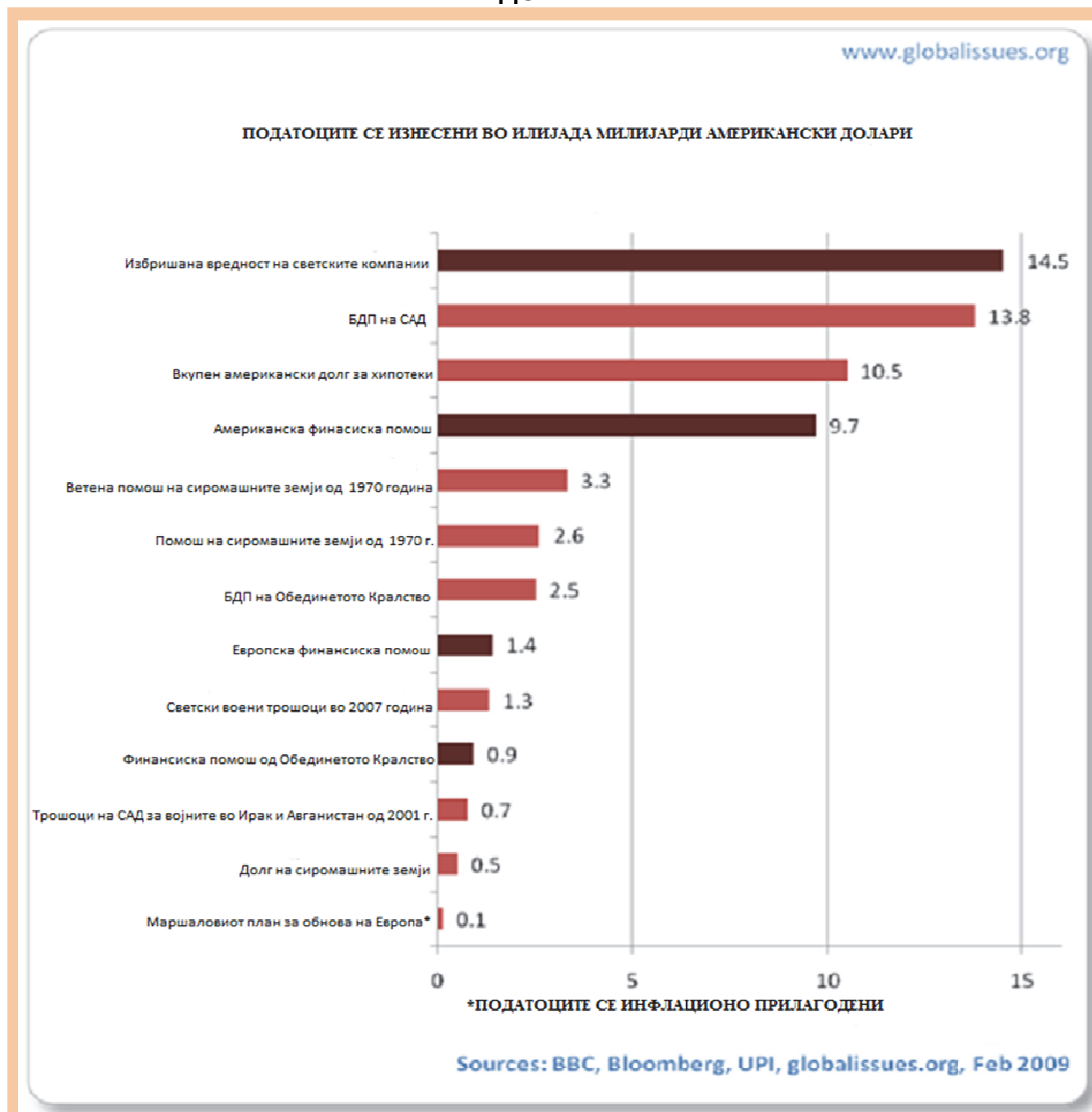
кон своите соседи, со што кризата ќе почне да се чувствува уште повеќе. Наместо регионалната интеграција и единствена позиција да се претстават на остатокот од светот, се чини дека фрагментација се зголемува.

Поразителен е фактот што падот на вредноста на акциите на светско рамниште, има избришано околу 33% од вредноста на компаниите или загуба во износ од 14.500 милијарди американски долари што во горепоместениот графикон е компарирано со останати светски значајни суми.<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> Overseas Development Institute (2009)-*Global Issues*, ODI, 2009

### ГРАФИКОН БР. 18: ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА: ЗАГУБИТЕ И ФИНАНСИСКАТА ПОМОШ ЗА САД И ЕВРОПСКИТЕ ЗЕМЈИ ВО ИЛЈАДА МИЛИЈАРДИ ДОЛАРИ



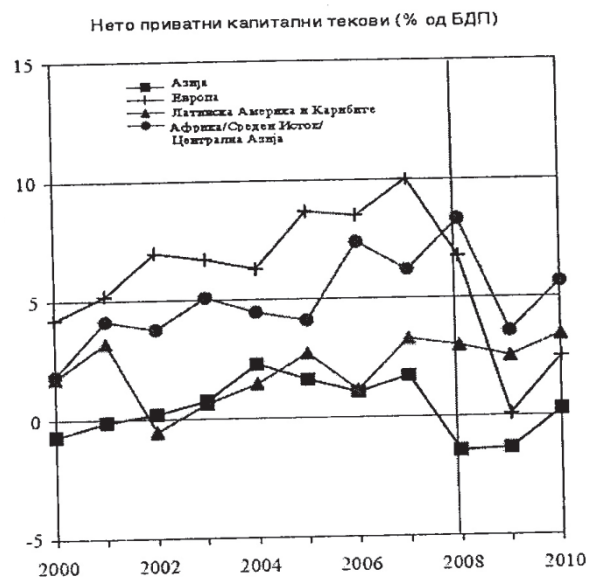
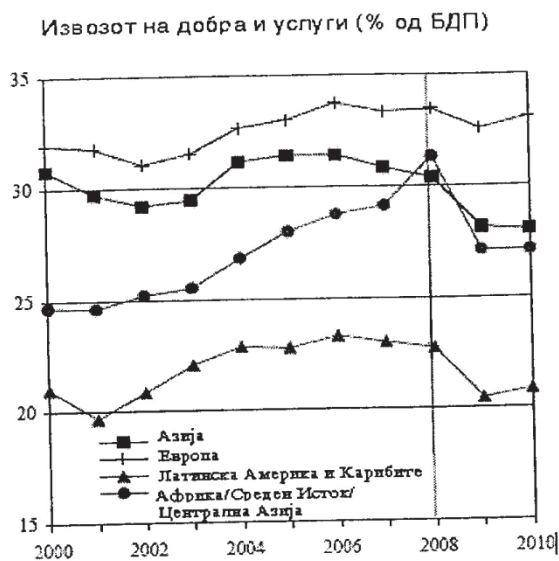
Извор: BBC, Bloomberg, UPI, globalissues.org, 2009

Неколку азиски земји имаат изградено цврсти девизни резерви, што заедно со силниот извоз помогна нивните салда во **тековната сметка** да бидат **суфицитарни**.

Освен Азија и Латинска Америка, останатите региони бележат пад на приватните капитални приливи во периодот на кризата, што дополнително ја оптоварува надворешната сметка. Сепак, помеѓу загрижувачките знаци се комбинацијата на **високите цени** на храната и високите цени на нафтата и двојното зголемување на инфлацијата. Исто така, постојат знаци на забавување во економиите на Азија-земји кои беа препознатливи како земји-мотор на неодамнешниот светски раст. *Спасувачките пакети во износ од 1000 милијарди долари кои се имплементираа во целиот свет и експанзивните **фискални политики** (како одговор на земјите на кризата) всушност го зголемија јавниот долг.*

**ГРАФИКОН БР.19: ИЗВОЗ НА ДОБРА И УСЛУГИ % ОД БДП ЗА ГРУПИ ЗЕМЈИ (2000-2010);**

**ГРАФИКОН БР.20: НЕТО ПРИВАТНИ КАПИТАЛНИ ТЕКОВИ % ОД БДП (2000-2010)**



Извор: IMF WEO Database, 2009

Една група на земји вовеле **контроли на одливите на капитал** како начин на раководење со кризата, други се свртеа кон рационирање на девизните средства. Наметнувањето на капиталните контроли треба да се напушти паралелно со релаксирањето на економските услови, зошто во иднина би можело да предизвика намалени приливи на странски капитал.

Влијанието на актуелната финансиска криза врз земјите во развој се манифестира преку следните трансмисиони канали:

1. *Заразата на берзите на пазарите во развој:* руската берза го запре тргувањето на двапати, акциите на пазарот во Индија забележаа пад за 8% во еден ден во исто време како и падовите на берзите во САД и Бразил. Исто така, берзите во светот и во развиените земји забележаа драстичен пад од мај 2008 година (пад помеѓу 12% и 19% во САД, Велика Британија и Јапонија за само една недела, додека на пазарите во развој MSCI индексот падна за 23%). Ова ги вклучува акциите на пазарите во Бразил, Јужна Африка, Индија и Кина.

2. *Трговијата и трговските цени:* Растот во Кина и Индија се зголеми и ја поттикна побарувачката за бакар, нафта и други природни ресурси, што доведе до поголем извоз и повисоки цени, вклучително и од африканските земји. Конечно, ефектите од забавениот раст во Кина и Индија ќе ги почувствуваат и другите извозно зависни земји.

3. *Дознаките:* Дознаките во земјите во развој ќе се намалат. Ќе има помалку економски емигранти кои доаѓаат во развиените земји кога тие се во рецесија, па затоа помалку трансфери од странство, а исто така и веројатно помал обем на дознаки од странство на мигранти.

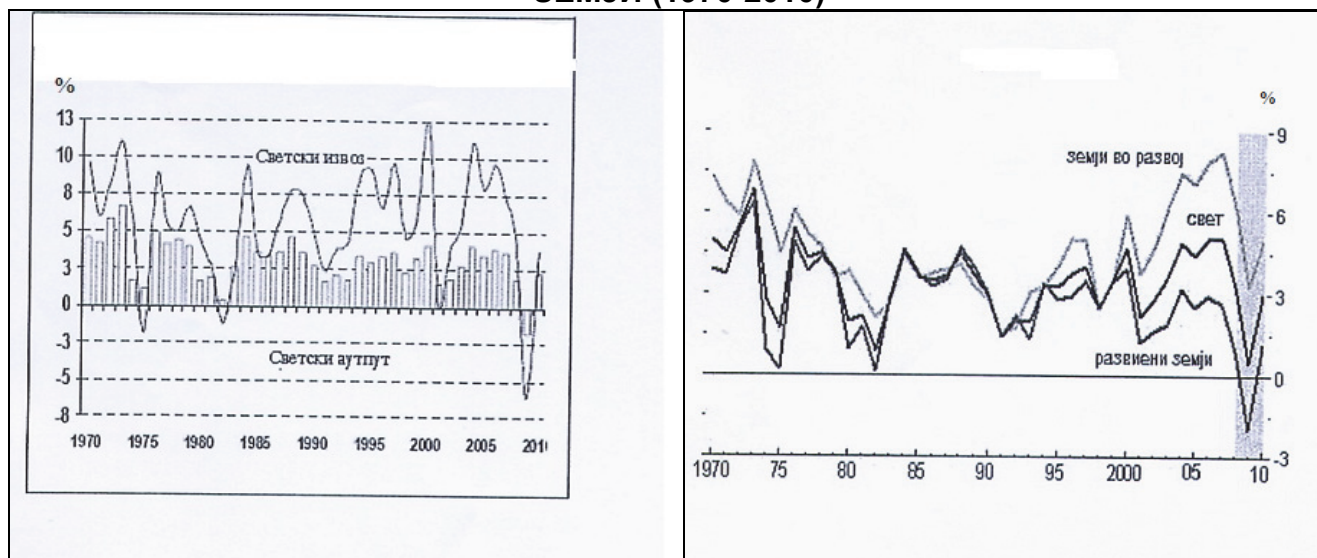
4. *Странски директни инвестиции (СДИ) и капиталните инвестиции:* ќе бидат под притисок и драстично намалени поради намалената меѓународна ликвидност.

5. *Комерцијални заеми:* банките под притисокот во развиените земји не можат да бидат во состојба да пласираат толку кредитна маса, колку што тоа го правеа во минатото. Ова ќе ги ограничи инвестициите во земјите како Аргентина, Исланд, Пакистан и Украина.

6. *Помош:* Буџетската помош е отежната поради нараснатите должнички проблеми и слабите фискални позиции.



**ГРАФИКОН БР.21: РАСТОТ НА СВЕТСКИОТ ИЗВОЗ И АУТПУТ ВО ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ И РАЗВИЕНИТЕ ЗЕМЈИ (1970-2010)**  
**ГРАФИКОН БР.22: РАСТ НА БДП ВО % ВО ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ И РАЗВИЕНИТЕ ЗЕМЈИ (1970-2010)**



Извор: World Bank (2009)-Global economic prospects, 2009; Извор: IMF (2008)-Staff estimates, November 2008

Оние земји кои имаат направено најмногу богатство преку учеството во глобалната економија исто така може да изгубат најмногу, што ќе зависи од квалитетот и брзината на политичките одговори, но тоа не значи дека треба да го отфрлиме процесот на глобализација, туку, дека треба уште подобро да го разбереме во смисла на негово регулирање и управување, а во корист на земјите во развој.

Всушност, може да се сумира дека **ефектите од кризата** најмногу ќе ги почувствуваат: земјите со значителен извоз, земји што извезуваат производи чии цени се берзански или производи со високи приходни еластичности, (Замбија на крајот ќе биде погодена од пониските цени на бакар), земји зависни од дознаките (ќе има помалку имигранти кои доаѓаат во Велика Британија и другите развиени земји, каде што можностите за работа стануваат дефицитарни), земји кои во голема мера се зависни од странските директни инвестиции, портфолио инвестициите за решавање на нивните проблеми со тековната сметка, земји со софистицирани пазари на акции и со слабо регулирани пазари за хартии од вредност и земји со висок дефицит на тековната сметка, со притисоци врз девизниот курс и стапката на инфлација. Земјите од Јужна

Африка не можат да си дозволат да ги намалат каматните стапки за да привлечат инвестиции и да го решат проблемот со дефицитот на тековната сметка. Освен тоа, Индија бележи девалвација како и висока инфлација како и висок владин дефицит.<sup>83</sup>

Некои економисти укажуваат на тоа дека, проблемите кои се појавуваат со **државните долгови**, може да предизвикаат глобални задолжувања кои ќе бидат поскапи за земјите во развој, затоа што ќе предизвикаат пад на инвестициите и растот и во крајна линија- поголема сиромаштија. Вториот бран на финансиската криза не може да ја исклучи можноста во некои земји во развој од Европа и Централна Азија, кои имаат високо ниво на нефункционални кредити, (поради бавното закрепнување) и значителни нивоа на краткорочни долгови, истите да бидат сериозна закана за солвентноста на банкарскиот сектор. Дури и покрај одобрените 440 милијарди евра од евро-зоната како спасувачки пакети за земјите членки и пристапот до евтини кредити, Меѓународниот монетарен фонд ги повика европските земји да се фокусираат на развојот на политиките за да се ублажат проблемите од фискална консолидација. Многу земји во развој (освен со невработеноста, намалувањето на инвестициите, падот на буџетските приходи), ќе продолжат да се соочуваат со сериозни финансиски недостатоци.

Кризата која што започна летото 2007 година во САД, една година подоцна, ги зафати сите земји, посебно оние развиените, кои се силно интегрирани во меѓународниот финансиски систем. Интересно е што во почетокот на глобалната криза, некои земји во развој како и земји во транзиција имаа дури и прилично **оптимистички став**, потценувајќи ги последиците кои може да ги остави силниот рецесионен бран во нивните економии. Но сепак, развиените земји претставуваат централна алка во глобалниот економски систем, при што помалку развиените земји, иако помалку интегрирани во меѓународниот финансиски систем, остануваат силно поврзани со другите национални економии, што всушност предизвика пренесување на ефектите од кризата и во транзиционите општества и тоа на индиректен начин, преку неколку трансмисиони канали. *Меѓу сите земји во развој и транзиција, кризата остава најмногу последици во земјите со висока развиена индустрија и оние кои*

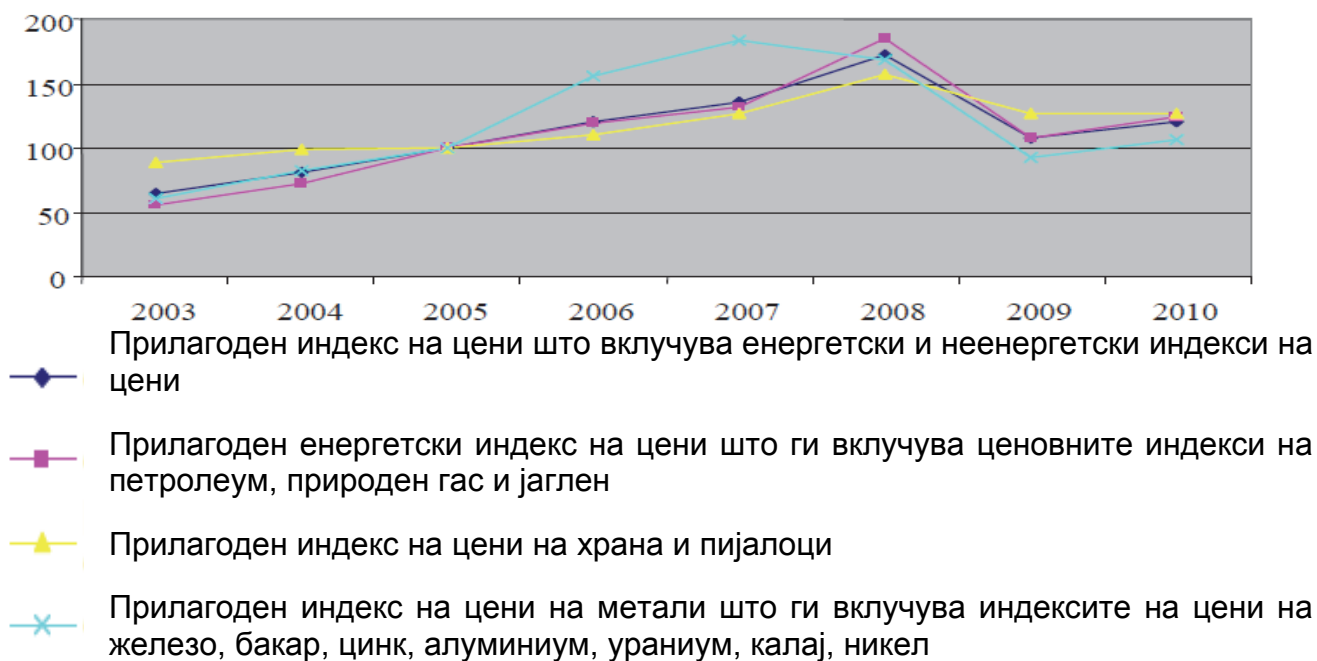
<sup>83</sup> Tevelde Dirk Willem (2008)- *Aid Under Pressure: Support for Development Assistance in a Global Economic Downturn*, Oral and Written Evidence, Volume II, fourth report 2008-9, House of Commons International Development, 2008

снабдуваат со природни ресурси, особено со енергија и челик - како што е примерот со Русија и Украина. Ова е неизбежно во услови на длабоко чувство на недоверба во финансискиот систем, придружено со остар пад во глобалната побарувачка за репроматеријали, како и стока за широка потрошувачка. Светот влезе во длабока финансиска и економска криза. Земајќи ги предвид растот на меѓузависност меѓу светските економии во последните децении, финансиската криза се шири на сите континенти добивајќи силни **социјалните и економските димензии** и се смета за најсериозна глобалната контракција после Големата депресија од 1929 година.

**Транзиционите економии** на почетокот не беа загрижени за прашањето „ќе биде ли економијата погодена од кризата или не?“, туку за тоа „со кој интензитет ќе бидат погодени одделните економии, кои се на каналите на пренос и можните мерки кои се преземаат за ублажување на негативните последиците од кризата“. Доаѓа до пад на цените на обврзниците, значително намалување на ликвидноста на банките како последица на неспособноста на финансиските институции за кредитирање вклучувајќи ги и меѓубанкарското и меѓународно кредитирање, пад на производството, раст на невработеноста, зголемување на фискалните дефицити и јавните долгови итн. Поради настанатата **несолвентност на меѓународните финансиски институции, намалувањето на кредитирањето** имплицира и **намалена инвестициона активност**. Голем број производители мораа да ја ограничат нивната активност и да го намалат производството. **Намаленото ниво на продукција**, предизвика прогресивно **намалување на потрошувачката** на полупроизводи и репроматеријали и од друга страна, зголемувањето на стапката на **невработеност** и пад на финалната потрошувачка за добра и услуги. Овие случувања неизбежно доведоа до развој на длабоко чувство на **недоверба и паника во општеството**. При анализа на директното влијание на финансиската криза врз економиите во светот, мора да се земе во предвид нивото на отвореноста на земјата кон меѓународниот финансиски систем, затоа што земји кои би можеле да бидат директно погодени од кризата се земји високо интегрирани во меѓународниот финансиски систем. Кај овие земји постојат високоразвиени берзи, голем број на банки со странски капитал, финансирање на големите банки на странските пазари на капитал итн.

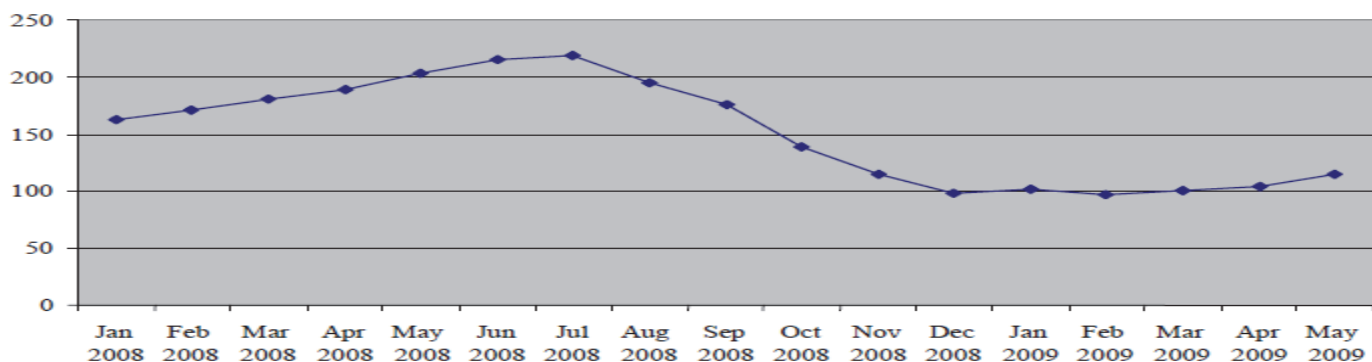
Транзиционите економии обично се карактеризираат со постоење на помалку диверзифицирани финансиски инструменти, поинтензивна државна контрола врз банкарскиот систем, ограничено учество на странските пазари, ограничен пристап на странските финансиски институции на домашниот пазар и сл. Што се однесува до временскиот ефект, повеќето земји во развој и транзиција беа погодени подоцна и преку трансмисионите канали. Во услови на финансиска криза, се смета дека **главни канали за пренос во транзиционите земји се надворешно-трговска размена, странските директни инвестиции и меѓународната помош**. Имено, светската економска активност бележи тежок пад, појава на социјалните проблеми предизвикани од масовни отпуштања, намалување на потрошувачката, пад на цените на сировините и по падот на цените на енергијата и нафтата – значителен нивен раст заедно со цените на храната.

**ГРАФИКОН БР.23: ДВИЖЕЊЕ НА ИНДЕКСОТ НА СВЕТСКИТЕ ЦЕНИ ЗА ПЕРИОД ОД 2003 ГОДИНА ДО 2010 ГОДИНА**



Извор :ММФ

**ГРАФИКОН БР. 24: МЕСЕЧНО ДВИЖЕЊЕ НА ИНДЕКСОТ НА ЦЕНИ НА ДОБРА ВО СВЕТОТ ОД 01/2008 ГОДИНА ДО 05/2009 ГОДИНА**



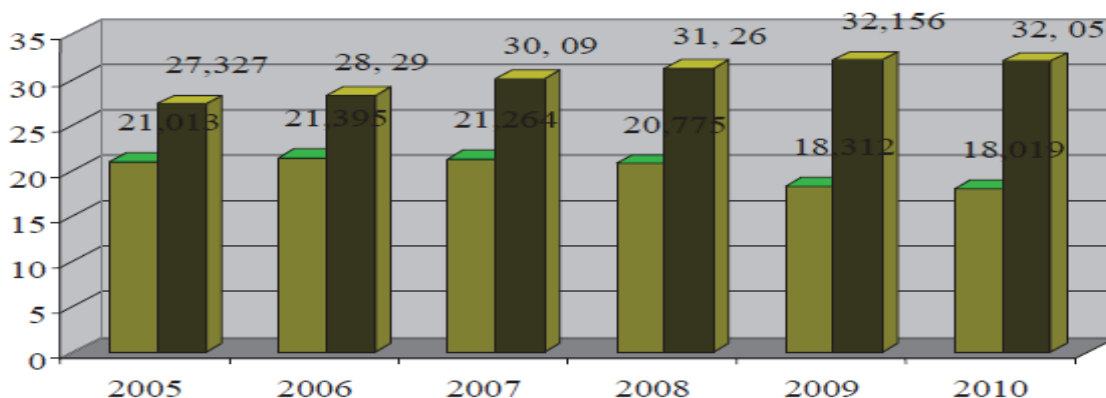
Извор: Index Mundi data base

Во последните пет години до појавата на кризата, индексот на цени бележи тренд на пораст, освен за цените на металите кои од 2007 година забележуваат благо опаѓање. Од 2008 година, особено во втората половина од годината, индексот на цените на стоки - вклучувајќи енергија, храна и метални производи забележуваат голем пад (за во втората половина на 2010 година да дојде до нивен рапиден пораст, што ќе предизвика раст на стапката на инфлација на светско рамниште). Пониските цени за стоките, негативно влијаеја на вредноста на извозот на земјите во развој и транзиционите земји. Се разбира, тоа се однесуваше на сите земји што извезуваат стока. Сепак, *најмногу погодени беа земјите кои произведуваат и извезуваат енергија и метал. Треба да се напомене дека земјите извознички страдаа не само поради ценовното намалување, туку и како резултат на општото намалување на увозната побарувачка од страна на развиените земји.* Намалената побарувачката, исто така, влијае на земјите специјализирани за извоз на бизнис услуги, (на пример случајот на лон-производството и ефтината работна рака во конфекционерството во Р. Македонија). Фактор на влијание за падот на потрошувачката и надворешно-трговската размена претставува **намаленото пласирање на потрошувачките кредити**, а како резултат на намалената ликвидност во финансикиот систем и слабиот капацитет за финансирање на комерцијалните трансакции. Падот на извозот и производството повлекуваат **намалување на девизните приливи во економијата.**

Економска и финансиска криза го означил крајот на трендот на раст во глобалниот пазар на *странски директни инвестиции* (СДИ). СДИ стана важен преносен канал на

финансиската и економската криза. Инвестиционите текови бележат драматичен пад. Главните фактори кои влијаат на инвестиционите текови се ограничениот пристап до националните и меѓународни фондови, песимистичките прогнози за глобалните изгледи за раст и зголемување на бизнис ризикот, намалената способност и склоност за инвестирање на економските субјекти, повисоките цени на финансиите итн.

**ГРАФИКОН БР.25: ИНВЕСТИЦИИТЕ КАКО ПРОЦЕНТ ОД БДП ВО НАПРЕДНИТЕ ЕКОНОМИИ, НОВИТЕ ЗЕМЈИ И ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ (2005-2010)**



- Напредни економии
- Новите земји и земјите во развој

Извор: ММФ база на податоци

Падот на економската активност на меѓународната сцена, неминовно ќе изврши притисок на меѓународниот пазар на трудот, генерирајќи маса на отпуштања и армија на невработени, удирајќи посебно на емигрантите од земјите во транзиција и развој што повлекува и пад на приватните дознаки од странство. Но и покрај ваквите очекувања, во 2009 година забележано е значително зголемување на девизните дознаки во некои земји од Југоисточна Европа, што има суштествено значење за подобрување на салдата во сметките на платниот биланс.

Официјалната развојна меѓународна помош претставува важен извор на надворешно финансирање на повеќе земји во развој. Во услови на криза и појавата на тешкотии на финансиските пазари во развиените земји кои воедно се и главните земји-донатори, три европски земји, (Ирска, Латвија и Италија) го намалија обемот на

издвоените средства за меѓународна помош за 2009 година. Од друга страна, скептицизмот во врска со кризата може да доведе до повлекување на парите на штедачите од банките и уште повеќе да ја намали ликвидноста. На овој начин, во отсуството на соодветни анти-кризни политики, кризата во земјите во развој е пренасочена во финансискиот систем. Официјалната статистика на ММФ говори дека СДИ таму покажуваат благ пораст.

**Кина** е позната по огромниот економски раст во текот на изминатите 25 години, почнувајќи од економските реформи во 1978 година. Имајќи го предвид големиот степен на нејзината економска отвореност, влијанието на кризата во Кина беше неизбежно, но сепак, во споредба со другите економии, истото беше со многу помал интензитет. Тромесечните еволуации за 2008 година покажува дека во првиот квартал БДП се зголемил за 10,6%, во вториот за 10,1%, во третиот 9%, а во последниот е 6,8%. Така, после долги години на раст, економијата на Кина покажува забавување во нејзиниот раст.<sup>84</sup>

Во Кина, влијанието главно се пренесува преку каналот на трговијата. Падот на светската побарувачка имаше негативно влијание врз извозот на кинески стоки, а со тоа и на успорување на економски раст. Кина е важен доставувач на евтини производи и важен увозник на основните продукти. Така, под влијание на слабата побарувачка во меѓународниот пазар, падот на цената на основните производи и други фактори, во последниот квартал од 2008 година, увозот се намали за 8,8 %, а извозот се зголеми за 4,3 %. Поради својата релативно поволна клима во однос на многу други земји, странските директни инвестиции пораснаа за 23,6% во текот на 2007 година. Девизните дознаки, како извор на странска валута се незначајни за Кина.

Кинеската економија која е суфицитарна е цврсто поврзана со светската економија и со светскиот пазар на капитал, таа е голем увозник на добра. Резервите на кинеската економија се вложуваат во странство (најчесто во САД во државни обврзници). Кина има развиено силно присуство на африканскиот континент преку директни инвестиции и помош за развој. Намалувањето на растот на Кина може негативно да влијае на светските пазари на капитал и добра.

<sup>84</sup> Податоците се преземени од Народна банка на Кина и дата-базата на Светка банка

Во **Русија** како и во Кина, главниот канал за пенетрација на кризата е трговскиот канал. Еден од главните извори на приходи во билансот на плаќања на тековната сметка е извозот на сировини - енергија, метали и др. Нарушувањата на побарувачката и производството на глобалниот пазар и драматичниот пад на цените на стоки, особено на сировините, ја погодија руската економија, влијаејќи на надворешната трговија и странските директни инвестиции. Анализирајќи ги случувањата во надворешната трговија, може да се забележи дека во последниот квартал од 2008 и извозот и увозот регистрираа надолен тренд, (извозот е намален за 28,3%, а увозот за 13,4%). Во 2009 година надворешно-трговската размена на Русија изнесува 168,3 милијарди долари или 55,5% од вредноста на надворешно-трговската размена за истиот период од претходната година, додека компарацијата на извозот е 101,4 милијарди долари (52,6%) и увозот 66,8 милијарди долари (60,7%). Како што гледаме, бројките го потврдуваат големото влијание на кризата врз руската трговија. Износот на странски инвестиции во руската економија е 103,8 милијарди американски долари, што претставува намалување за 14,2% во однос на претходната година. Во првиот квартал, странските инвестиции достигнаа 17,3 милијарди долари или само 29,9% од истиот период претходната година.<sup>85</sup>

**Романија** е пример за земја во која ефектите од кризата се трансферирале низ неколку канали, паралелно. Важен фактор кој обезбедува увоз на кризата во Романија е дека трговскиот биланс со ЕУ претставува 70%. Романската економија бележеше силен пад на доминантните сектори како што се текстилната индустрија и градежништвото. Приватните дознаки, исто така, претставуваат важен трансмисионен канал на кризата затоа што многу од луѓето кои живеат во земјата (уште пред почетокот на кризата) имаат емигрирано во западно-европските земји во потрага по подобра заработувачка. Високото ниво на невработеност беше еден од силните потреси за оваа економија, која на кризата и даде и социјална димензија.

**Молдавија** е земја со апсолутно различна економската структура од случаите споменати погоре, таа е мала земја со независен финансиски систем. Молдавија е помалку изложена на надворешните ризици, зафатнината на индустрија во економијата

<sup>85</sup> IMF (2010)- *European Forecasting Network*, IMF, 2009



е релативно мала и таа не поседува никакви извори на енергија. Главните канали за пренос на криза во Молдавија беа надворешна трговија, приватните трансфери и дознаките од странство како и странските директни инвестиции. Со оглед на високиот степен на отвореност на молдавската економија, падот на надворешно-трговска размена беше неизбежен. За првите 5 месеци од 2009 година извозот бележи пад од 34,5% а увозот од 21,6%.<sup>86</sup>

**Хрватска**, со исклучок на фискалните трошоци кои произлегуваат од стареењето на населението, во 2009 година беше соочена со предизвикот да го подобри фискалниот биланс за повеќе од два проценти од БДП, со цел да се стабилизира јавниот долг. Во рамки на планираното долгорочно фискално приспособување на реформите, планирани се буџетски расходи но во функција на стимулирање на потрошувачката во приватниот сектор. Иако на почетокот на 2010 година, економијата се опоравува, тоа се случува со темпо побавно од очекуваното, а нето извозот, домашната побарувачка и вработеноста сè уште бележат надолно приспособување. Лошата кредитна изложеност во економијата ја зголемува аверзијата кон ризикот. Дури и во рамки на Стратегијата на Европа до 2020 година за одржлив раст и развој, на Хрватска и се сугерира градење на извозно-ориентирана економија. Побавниот раст на БДП во Хрватска споредбено со најдобрите EU10 земји, укажува на недостаток на доверба во закрепнување во земјата. Во Европа, која беше посилено погодена од кризата во однос на другите региони, економиите се стабилизираа, а за прв пат од почетокот на глобалната финансиска криза, се вратија во раст во 2010 година. Тековниот раст се потпира главно на растот на странската побарувачка, додека домашната потрошувачката и инвестициите остануваат мали. Темпото на закрепнување се разликува од земја до земја во регионот и ја одразува, меѓу другото, длабочината на рецесијата и трговската отвореност. Нето извозот беше еден од главните двигатели на растот на БДП во земјите во првиот квартал од 2010 година. Најголемата контракција на БДП во Хрватска произлезе од падот во градежништвото (за 18,7 %), хотелските, ресторантските и транспортните услуги кои се намалија за повеќе од 5%, а сивата

<sup>86</sup> Clipa Victoria (2009)- *Global crisis: Transmission Channels to the Developing and Transition Countries*, Institute of Economy, Finance and Statistics R. Moldova, 2009

економија беше во подем. Се проектираше приватната потрошувачка да бележи позитивен тренд во втората половина на 2010 година со поддршка на неодамнешното укинување на данокот на криза и подобрување на приливите од туризмот. Инвестиционата активност оптоварена со намалување на капиталните приливи, најверојатно, ќе продолжи да се бори за раст. Подобрувањето на изгледите за иднината на хрватската економија и постигнувањето на повисок животен стандард, на среден рок е условено со структурни реформи.

**ТАБЕЛА БР.14: ДВИЖЕЊЕ НА БДП, УВОЗТ И ИЗВОЗОТ (ВО %) ВО БАЛКАНСКИТЕ ТРАНЗИЦИОНИ ЕКОНОМИИ ВО 2009 ГОДИНА**

ЗЕМЈА	БДП	УВОЗ	ИЗВОЗ
ГОДИНА	2009	2009	2009
ХРВАТСКА	-5	-21	-15,5
СРБИЈА	-4	-10,4	-9,1
Б и Х	-3	-20	-13,9
МАКЕДОНИЈА	-1,3	-11	-8

*Извор: IMF- European Forecasting Network, World Bank*

И покрај благо позитивните промени во некои индустрии, неповолната економска ситуација продолжува да влијае на пазарот на трудот. Влијанието на светската економска криза на пазарот на трудот во Хрватска е значителен. До јуни 2010 година, регистрираната невработеност се зголеми за 15,7 % во споредба со истиот период минатата година. Официјалната стапка на невработеност во мај 2010 година изнесуваше 17,2 проценти. Сепак, во моментот стапката на невработеност во Хрватска е нешто повисока од просекот на ЕУ (11, 2 % и 10,2 % соодветно). Намалувањето на притисокот врз платите помогна да се намалат трошоците на работна сила и на тој начин да се ограничат отпуштањата на работна сила. Просечната стапка на инфлација во хрватската економија се намали од 2,4 % во 2009 година на 0,8 % во интервалот јануари-мај 2010 година. Банкарските пласмани во приватниот сектор се обновени и бележат раст на почетокот од 2010 година во износ од 1,9%. За разлика од корпоративните кредити, заемите за домаќинствата останаа речиси во стагнација во текот на првите пет месеци од 2010 година. Континуираните притисоците врз девизниот

курс предизвикаа валутна сусптиутуција и преферирање на штедење во девизи. До крајот на март, 2010 година, ненаплатливите заеми се зголемија на 9 % од вкупните и пораснаа за 1,2% нагоре во споредба со претходниот квартал. Во 2010 година буџетската политика претпоставува намалување на буџетскиот дефицит до 2,6 % од БДП до 2012 година. Меѓутоа, во првата половина на 2010 година централниот буџетски дефицит достигна 7,7% или речиси 90 % од планираната сума за целата година. Вкупните приходи беа слаби и се намалија за 1,6 % додека вкупните расходи се зголемија за 0,6 %. Владата во почетокот на јули, се сврте кон домашниот и американскиот пазар со издавање на обврзници во вредност од 13 милијарди и 400 милиони куни кои созреваат во 2020 година. Иако јавниот долг во Хрватска изнесуваше 35% од БДП на крајот на 2009 година, потенцијалните обврски придонесоа за дополнителни 16 % од БДП во нараснувањето на јавниот долг. Во текот на 2009 година, салдото на тековната сметка е подобро и овој тренд продолжи и во првиот квартал на 2010 година за повеќето ЕУ10 земји и за Хрватска. Дефицитот на тековната сметка се намали за 4,4 % од БДП во првиот квартал од 2010 година од 5,4 % на крајот на 2009 година. Трговскиот дефицит се намали за 25,6 % што се должи на зголемување на извозот на стоки, како и на падот на увозот.<sup>87</sup>

Националната банка на **Србија** го прифати таргетирањето на инфлацијата, а властите и понатаму се придржуваат на режимот на флукуирачки девизен курс. Србија го чувствува падот на БДП, падот на извозот и капиталните приливи, редуцирањето на кредитната активност, зголемувањето на фискалниот дефицит итн.

*Може да се заклучи дека во првите две години по отпочнувањето на кризата, последиците од истата како и темпото на економско заздравување варира помеѓу различни земји. Новите економии имаат побрза и посилна динамика на опоравување што се должи на зголемувањето на нивото на светската трговија и намалувањето на ризик-аверзијата на финансиски пазари.*

Додека за земјите од Азија се очекува да одржуваат висока стапка на раст во просек од 8,4%, другите нови пазарни економии се соочуваат со висок надворешен долг и дефицит на тековната сметка. САД уживаше силен пораст на БДП во втората

<sup>87</sup> Податоците се преземени од Централната банка на Хрватска

половина на 2009 година, кој се должи на растот на приватната потрошувачка и зголемувањето на инвестициите. Тековно во САД се актуелни обидите за намалување на буџетските трошоци и паралелно на тоа, за зголемување на буџетските приходи (преку зголемување на даночните зафатнини и даночните стапки): програма наречена „фискален гробен“ за која што некои аналитичари проектираат дека ќе ја чини американската економија пад на БДП за најмалку 2% и загуба на околу 3,4 милиони работни места. *Закрепнување во евро-зоната е послабо поради бавните усогласувања на пазарот на трудот, намалената ликвидност и тешкотиите поврзани со јавниот долг. Сè повеќе се наметнува потребата од поголема покриеност на финансискиот сектор со соодветна регулатива, како и подобро разбирање на системските ризици. Економските власти ги зголемуваат своите напори во насока на превенција од кризи, стимулирање на земјите да дојдат до коренот на проблемот и да имплементираат одржливи политики, а сето тоа во функција на заштита на макроекономската стабилност и на стабилноста на меѓународниот монетарен и финансиски систем и намалување на глобалните нерамнотежи.*

*По речиси шест години од почетокот на кризата, економијата на евро-зоната во вториот квартал од 2013 година порасна за 0,3%, а во третиот квартал растот изнесување 0,1% (наспроти растот во третиот квартал од 2012 година од 0,4%), што се толкуваше како забавување на заздравувањето и остави простор за загриженост кај нејзините најголеми трговски партнери (САД, Кина и Велика Британија). Податоците на ЕЦБ говорат дека 43% од увозот во евро-зоната доаѓа од земји кои не се членки на ЕУ од кои 8,5% се увоз од САД и 12% се увоз во Кина. Увозот од Велика Британија изнесува 10%. Овие податоци укажуваат дека, секој пад на економскиот раст во евро-зоната е проследен и со пад на нејзината потрошувачка и има влијание врз растот на земјите во светот. Во вториот квартал од 2013 година растот на БДП во САД изнесуваше 0,6% а во третиот 0,7%. Очекувањата во САД се дека во 2014 година, кредитното одмрзнување треба да го следи трендот на раст на номиналниот БДП, тренд кој што досега беше со незадоволителна динамика на двоцифрен раст од страна на помалите банки за сметка на едноцифрениот раст на поголемите банки. Многумина аналитичари сметаат дека јазот од финансии кои му се потребни на реалниот сектор, ќе биде*

пополнет од алтернативни извори на финансирање, како на пример од инвестицините фондови. Во 2013 година евидентирани се слабеење на вредноста на јенот за цели 17% (како обид за јакнење на јапонската економија) како и порелаксирана монетарна политика во САД. Во третиот квартал од 2013 година растот на БДП во Кина изнесува високи 7,8% а за истиот период во Јапонија е 1,9%. Освен во евро-зоната, глобалното здравување е на незадоволително ниво во земјите во развој, посебно во Азија и Латинска Америка.<sup>88</sup> Проектираната стапка на растот на БДП во 2014 година за САД изнесува 3%, ниво многу повисоко од очекувањата за евро-зоната, каде што оваа стапка е проектирано да изнесува 1,1%.

#### **4.10. МОНЕТАРНИОТ И ФИСКАЛНИОТ АКТИВИЗАМ КАКО ОДГОВОР НА ЕКОНОМСКАТА ПОЛИТИКА**

Во 2008 година американската централна банка ја намали дисконтната стапка речиси на нула и им понуди огромни количества ликвидност на банките, овој пат без никаков резултат. Со оглед на тоа дека монетарната политика стана неефективна, а економијата падна во она што во теоријата се нарекува „ликвидносна стапица“ (liquidity trap), најпрвин САД, а потоа и други земји започнаа со масовна употреба на фискалната политика за спасување на финансиските системи и економиите од застрашувачка депресија. Од средината на септември 2007 година до средината на април 2008 година утврдени се 1 450 милијарди амерички долари кумулативни загуби во глобалниот финансиски систем. Владата на САД има инјектирано вкупно 335 милијарди американски долари, додека во Европа се вбригани 192 милијарди американски долари, владини спасувачки пакети во финансиските институции.

Обемот и композицијата на фискалните пакети многу се разликуваат од земја до земја, зависно од приоритетите и фискалниот капацитет на националните економии.

---

<sup>88</sup> Holly Ellyatt (2013)-, „Why Euro Zone Slowdown Should Worry the World,, CNBS, 2009

Мерењето на обемот е компликуван потфат, но меѓународните споредби покажуваат дека споредбено со поголемите земји, Кина изгледа има обезбедено убедливо најголем фискален поттик за својата економија. Една проценка вели дека ефективниот фиксален стимуланс (без автоматските стабилизатори) во Кина за 2009 година изнесува 7, 1% од БДП, наспроти 1, 8% во САД и 0, 9% во ЕУ.<sup>89</sup>

Многу од мерките за фискално стимулирање кои често се среќаваат кај поголем број земји се сосема неортодоксни: национализација на банките, купување на делови од активата на банките, гарантирање и субвенционирање на кредитите, дури субвенции за купување на автомобили и други трајни потрошни добра итн. Некои од најзначајните англиски банки беа делумно национализирани, големата белгиска банкарска групација Фортис (Fortis) беше поделдна и спасена со заедничка акција на Белгија, Холандија и Луксембург (вредна 11,2 милијарди евра), а германската држава ја спречи пропаста на Хипо Реал (Hypo Real), втората по големина хипотекарна банка во земјата. При крајот на 2008 година, САД интервенираше за да ги спаси Citicorp и Bank of America, двете најголеми универзални банки во таа земја. Најтешко погодените земји од првиот бран на кризата, за да избегнат колапс на нивните валути и неплаќање на своите долгови спрема странство, беа принудени веднаш да побараат помош од ММФ (Петковски, 2009а).

Фискалните кризи т.е. влошените фискални позиции генерираат непостојани нивоа на долг, високи каматни стапки, инфлаторен притисок и државна должничка криза. Проекциите за процентот на долгот на државите во однос на нивниот БДП за земјите во групата на Г20 ќе порасне од 63% во 2007 на 85% во 2014. Ова влошување ќе направи силен притисок за зголемување врз реалните каматни стапки. Истражувањата покажуваат дека агрегатното влошување на долгот во однос на БДП од 10% може да доведе до зголемување на каматните стапки за 40 базични поени. Во високо задолжените економии емитирањето на државни обврзници може значајно да порасне со што ќе се зголеми ризикот од презадолженост на државата.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Saha, David and Jakob von Weizsacker(2009) - „Estimating the Size of the European Stimulus Packages,, *Brugel Policy Papers* 30, January

<sup>90</sup> Податоците се преземени од дата-базата на ММФ

Во рамки на ЕМУ, специфично е тоа што од почетокот на важењето на единствена валута, одлуката за висината на каматните стапки и понудата на пари за цела Европа ја носи еден ентитет: Европската централна банка (ЕЦБ), а даноците и јавните расходи остануваат под контрола на секоја национална влада. Неодамнешните случувања експлицитно ја наметнуваат потребата од силна фискална координација. Неизбежно, тоа значи дека земјите ќе треба да отстапат дел од автономијата при управувањето со нивните фискални работи. ММФ ќе врши коренит финансиски мониторинг за поддршка на спасување на Европа, а нејзината помош никогаш не доаѓа без строги услови: ММФ ќе игра централна улога во диктирањето на начинот на кој Европа треба да се однесува, со цел пристап до средствата кои и се потребни. За почеток, во интервал од околу 18 месеци, сумата од 750 милијарди евра претставува само дел од пласираните средства како одговор на барањата за финансирање на повеќе ранливите земји во Европа. Овие мерки само купуваат време за создавање на адекватен одговор на владите со цел арбитрање на ударите од кризата. При тоа, за да не им се случи грчкото сценарио на банкротирани држава, дел од земјите мора да го намалат буџетскиот дефицит, замрзнувајќи или намалувајќи ги платите во државниот сектор, зголемувајќи ја продуктивноста и подигајќи го нивото на ослабнатата конкурентност. Во меѓувреме, Германија и другите посилни економии мора да преземат поагресивни мерки за зајакнување на домашната и увозната побарувачка.

Успешното искористување на фондовите на ЕУ: Европскиот фонд за регионален развој (ЕРДФ), Европскиот социјален фонд (ЕСФ) и Кохезивниот фонд (КФ) е од суштинско значење за ЕУ 10 земјите во периодот што следи. Овие средства се дотации насочени кон намалување на разликите меѓу регионите во земјите-членки и поттикнување на економската и социјалната кохезија. Овие средства изнесуваат 348 милијарди евра, што претставува околу 35 % од буџетот на Европската Унија. Фондот за регионален развој е најголем од трите фондови. Тој обезбедува поддршка за создавањето на инфраструктурата и инвестициите. Европскиот социјален фонд поддржува главно иницијативи за обука за ранливите групи на население, вклучувајќи и

невработени лица. Кохезивниот фонд, кој е наменет за земјите чиј БДП по глава на жител е под 90 % од просекот на ЕУ, има за цел финансирање на проекти за оддржливост на животната средина и инфраструктурни проекти. Меѓутоа, користењето на средствата од кохезивниот фонд е под одредени услови. На пример, ако корисникот, земја-членка не презема ефективна акција за да се справи со преголемиот фискален дефицит, истата нема да добие средства од овој фонд. Стапката на кофинансирање најчесто изнесува 85%.

Три типа на мерки се неопходни за позитивните движења да не дојдат премногу доцна.

*Прво*, потребно е државите да делуваат порешително за да се зголеми довербата во финансискиот (банкарскиот) систем, со што би се одмрзнале кредитните текови.

*Второ*, поекспанзивна монетарна и особено фискална политика се неопходни за да го компнезиртаат падот на приватната побарувачка.

Но, дури и кај многу развиените земји, просторот за фискален стимуланс е тесен, особено ако се земаат предвид контингентните обврски кон банкарскиот сектор. Кај транзиционите економии (Словенија, Чешка, Словачка, итн.) изборот е уште помал. Токму затоа што сите земји не можат да се стимулираат во некој вид фискален стимуланс, станува уште поважно, сите кои се во состојба, да земаат учество во напорите за оживување на агрегатната побарувачка. *Трето*, земјите во развој и транзиционите економии се соочија со нагло намалување на приливите на странски капитал или т. н. „нагло запирање“ (sudden stop). Помалку развиените земји ќе бидат едноставно истиснати од страна на богатите ОЕЦД земји, кои нагло ги зголемуваат своите позајмици на меѓународните финансиски пазари. Во такви околности, како што покажува литературата (Calvo, 2005) само брзата реакција на меѓународните финансиски институции може да спречи големи загуби во производството и вработеноста. Помошта на меѓународните институции ќе биде дотолку понеопходна, бидејќи, за разлика од претходните кризи, во услови на глобална рецесија, „ненадејното запирање“ се случува истовремено со остриот пад на светската трговија и намалувањето на извозната побарувачка (Petkovski, 2010).



Главен долгорочен ризик од експлозијата на буџетските дефицити претставува можната појава на висока инфлација во иднина. Ова би се материјализирало само доколку фискалните дефицити доведат до порст на понудата на пари, што е чест случај во земјите во развој, кои немајќи друг избор со печатење на пари ги финансираат неодржливите дефицити (Feldstain, 2010). Исто така, треба да се внимава и на можноста од прегрејување на агрегатната побарувачка (освен порастот на цените на енергенсите и на прехранбените производи на светско рамниште), како доплонителен инфлационен фактор. Од друга страна, *релаксирањето на монетарната политика, пак е тешко изводливо во високоевроизираниите земји како Украина и Романија, каде што слабеењето на локалната валута би предизвикало масовно влошување на кредитните портфолија на банките, загрозувајќи ја финансиската стабилност.* Во други земји (Бугарија, балтичките земји) монетарната политика не е расположлив инструмент поради фиксните девизни курсеви.

Стабилизационата шема е позитивна вест, како одговор на ЕМУ и нејзината подготвеност да се спречи колапсот на валутата на Унијата. Но, ако инвеститорите останат убедени дека фискалната консолидација не е ниту економски, ниту политички изводлива, тие и понатаму ќе ја тестираат подготвеноста на Европа за поддршка на еврото. Во случајот на земјите со најголеми должнички проблеми (Португалија, Шпанија, Италија, Ирска како и Грција), европските влади, Европската комисија и Меѓународниот монетарен фонд е потребно да предложат и наметнат соодветни мерки и планови за имплементирање пропратени и со соодветни санкции. Тие, исто така треба да го следат спроведувањето на плановите.

Во рамки на плановите за фискална консолидација и структурни реформи треба да се утврдат методи за *подобрување на конкурентноста и зголемување на продуктивноста во насока на постигнување на вистинската рамнотежа меѓу фискалните мерки и политика на одржлив раст и развој.* Потребно е земјите-членки да имаат право на увид во годишните буџети на другите земји-членки, што ќе дејствува како средство за следење на усогласеноста со договорените цели. Надзорот не треба да се ограничи само на буџетски прашања, но треба да се прошири и на главните макроекономски индикатори, како што е растот на БДП, растот на продуктивноста и

состојбата на платниот биланс. Сето ова се очекува да предизвика и поригорозни критериуми за членство во ЕУ.

Со цел на полесен начин да им обезбедува финансиска помош на земјите кои се негови членки кога тие се наоѓаат во криза, Меѓународниот монетарен фонд предложи план кој ќе му овозможи директно задолжување на финансиските пазари. Во 2011 година износот на средствата кои фондот може да ги користи за заеми изнесуваше 671 милјарди долари, што е нивно најголемо ниво од формирањето на оваа институција пред повеќе од 60 години до 2011 година. **Европскиот механизам за стабилност т.е. Европскиот фонд за финансиска стабилност** (или за спас на еврото), во случај на потреба се здолжува на финансиските пазари со обврзници, а потоа во форма на кредити, прибраните средства ги трансферира на економски ослабнатите земји. Намалувањето на кредитниот рејтинг на Франција (која уште се нарекува и „темпирана бомба“ во ЕУ) како втор гарант на ЕФФС<sup>91</sup> после Германија, може да значи и отежнато снабдување со свеж капитал за фондот.

#### 4.11. КРИЗАТА НА ЕВРОТО, ЗАКАНАТА ОД ДОЛЖНИЧКАТА КРИЗА И ТРИТЕ ТОЧКИ НА СПАСУВАЊЕ

Должничките проблеми, забавувањето на продуктивноста и губењето на конкурентноста на Грција, Ирска, Италија, Португалија и Шпанија во однос на Германија, САД, Кина и до неодамна Јапонија, имплицираа пад на нивната стапка на раст и последователно губење на нивната способност да го сервисираат долгот.

Банкротирањето и несолвентноста на Грција ја подвлече заканата од потенцијалната должничка криза и ја повлече потребата:

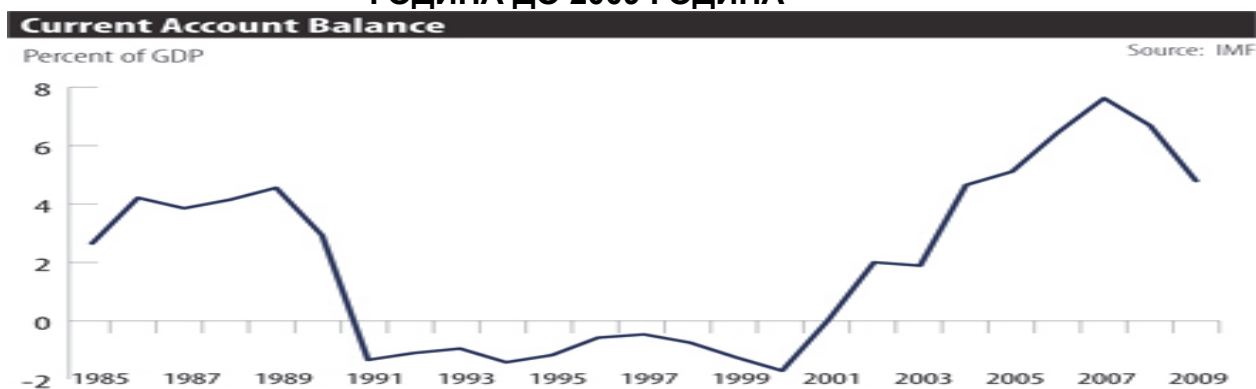
1. Меѓународниот монетарен фонд да излезе со *далекусежен план за реконструкција*, кој ќе го обезбеди потребното време за *Грција* да го стабилизира својот долг во

<sup>91</sup> ЕФФС е кратенка за Европски фонд за финансиска стабилност

износ од над 150% од БДП и да бара Грција да направи огромно фискално приспособување, најмалку 12% од БДП годишно (евентуалното излегување на Грција од монетарната унија без нејзино барање ЕУ би ја чинело уште поскапо, додека пак делумно простување на грчките долгови би можело да ги чини германските даночни обврзници до 20 милијарди евра);

2. Да се изготват превентивни програми за фискална консолидација, подобрување на конкурентноста и продуктивноста, кои ќе ги заштитат од зараза другите ранливи земји, (во случајот на Шпанија, на пример, тоа значи фискално приспособување од 8% во текот на најмалку три години а во Италија од 4%);
3. Германија и другите земји кои остваруваат суфицити во платниот биланс, треба да ја поддржат тригодишната програма за зголемување на агрегатната побарувачка во еврозоната за околу 1% од БДП и да ги фаворизираат политиките на ниски каматни стапки и домашно инвестирање.

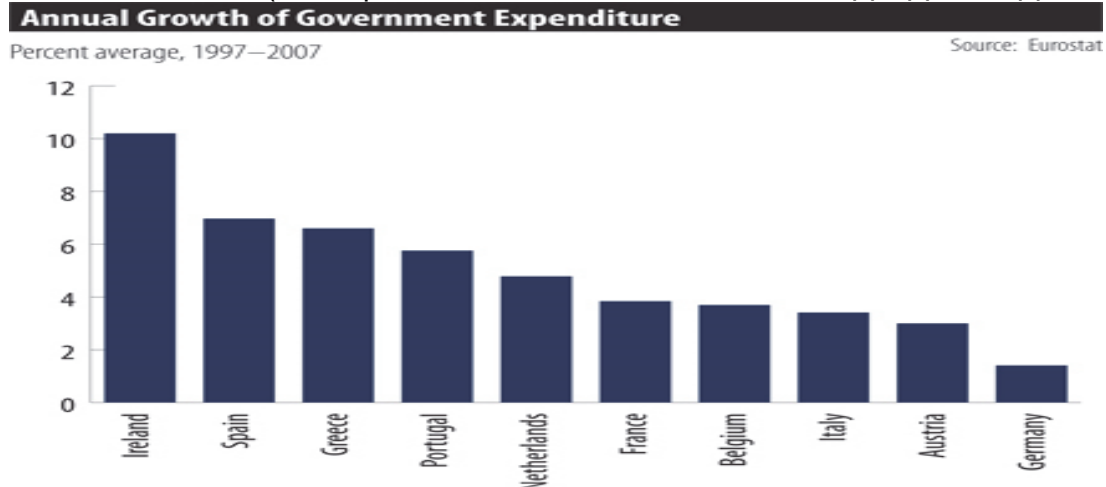
**ГРАФИКОН БР.26: БИЛАНС НА ТЕКОВНАТА СМЕТКА НА ГЕРМАНИЈА ОД 1985 ГОДИНА ДО 2009 ГОДИНА**



Извор :ММФ дата-база

Графиконот бр.27 ни дава јасен приказ за порастот на годишните државни трошоци во временски интервал од една деценија пред почетокот на кризата на дел од земјите од евро-зоната и може да се заклучи (со исклучок на Италија), дека земјите кои сега се соочуваат со сериозна должничка криза имале прилично високи државни расходи и во преткризниот период.

**ГРАФИКОН БР. 27: СТАПКА НА ГОДИШЕН ПОРАСТ НА ДРЖАВНИ ТРОШОЦИ ВО ДЕЛ ОД ЕУ 15 ЗЕМЈИТЕ (ПРОЦЕНТУАЛЕН ПРОСЕК ЗА ПЕРИОД ОД 1997 ДО 2007)**



Извор: Eurostat

Кризата на европската валута изби на почетокот во 2010 година, како директна последица на акцијата на Европската влада во периодот на глобалната финансиска криза во 2008 година. Земјите-членки на ЕУ тогаш усвоија енормно обемна програма за спасување на банките, чија висина надмина илјада милијарди евра. Со програмата меѓутоа не се ликвидираа последиците од кризата, туку само најголемиот товар на „лошите кредити“ се префрли од банките на државните буџети.

Илустративен е податокот дека владините гаранции за банкарскиот сектор во интервалот 2008-2011 година (кумулативно нето влијание врз вкупниот владин долг како процент во БДП) за Белгија изнесуваат 12,7%, за Германија 3,0%, за Естонија 0%, за Ирска 42,8%, за Грција 25,8%, за Шпанија 6,2%, за Франција 3,1%, за Италија 2,7%, Кипар 15,7%, Луксембург 3,2%, Малта 0%, Холандија 6,1%, Австрија 5,7%, Португалија 9%, Словенија 4,4%, Словачка 0% и Финска 0%.<sup>92</sup>Светската статистика говори дека обновените турбуленции од суверена-должничка криза имаат потенцијал да нанесат голема штета на процесот на закрепнување од кризата и зголемен ризик од околу 4 000 милијарди американски долари долгови кои треба да се рефинансираат во текот на следните години.

<sup>92</sup> ECB (2012)- „Analysing Government Debt Sustainability in the Euro Area,, *ECB monthly Bulletin April 2012, ECB, 2012*

И покрај скромното закрепнување од кризата што стана евидентно од крајот на јуни 2010 година, вредноста на еврото во однос на американскиот долар е намалена за скоро 10% и 16% во однос на јапонскиот јен во средината на јули 2010 година, во споредба со почетокот на годината. Дури по тригодишен период на пад на вредноста на еврото, на крајот на 2013 година е регистриран раст на неговата вредност (за 4,3% во однос на доларот во 2013 година), а како резултат на избледените ризици за распаѓање на монетарната унија, регионалниот вишок на тековната сметка, и политичката неизвесност и немирите во Турција (се проценува дека само во периодот од крајот на мај и почетокот на јуни 2013 година, износот на капиталот во бегство од Турција изнесува 1,3 милијарди долари). Но сепак остануваат стравувањата поврзани со можноста за олабавување на монетарната политика од страна на ЕЦБ а во функција на стимулирање на растот, што во услови на заострување на монетарната политика во САД би предизвикало пад на вредноста на еврото на меѓународниот девизен пазар.

Зајакнувањето на стабилноста на финансискиот сектор и враќањето на довербата во него останува од суштинско значење за сузбивање на ефектите од кризата. Ново формиранiot **Европски механизам за стабилност** има за задача да го помогне опоравувањето на оштетениот банкарски сектор и да се олесни реструктурирање во матичните банки. Банкарските институции се соочуваат со апсорпција на кредитни загуби кои се сè уште во пораст, зголемување на капиталната поддршка за наплата на кредитите и подржувањето на новите Базел стандарди за адекватност на капиталот, пораст на пласираната кредитна маса итн. Во јуни 2010 година, Советот на Европа потпиша два предлога за економско управување:

- *Зајакнување на буџетската дисциплина* преку зајакнување на улогата на Европската комисија во разгледување националните буџетски планови, зголемување на санкциите во случај на прекумерен буџетски дефицит, подобрување на квалитетот на фискалните податоци како и потпишување од страна на 25 земји на ЕУ на т.н. фискален пакт на ЕУ;
- Реформирање на рамката за следење на штетните макроекономски *нерамнотежи* и нивните корекции.

Од јануари 2011 година, профункционираа **нови европски надзорни органи**: Европскиот банкарски орган, Европскиот орган за осигурување и професионални пензии и Европскиот орган за пазари на хартии од вредност како и Европскиот

одбор за системски ризик. Европскиот совет, исто така, се согласи дека е потребно, земјите членки да воведат *нови давачки во даночниот систем* за финансиските институции кои би требало да обезбедат резервни финансиски средства во случај на неуспех на финансиските институции. Освен тоа беше конституирана Европска унија на банки, во рамки на која, европските банки ќе депонираат средства за создавање на антикризен фонд.

Повеќето ЕУ10 земји во моментов не ги исполнуваат критериумите за конвергенција на еврото во националните економии. Република Чешка, Унгарија и Полска сè уште немаат објавено целни датуми за усвојувањето на еврото, Естонија го вовеле како своја официјална валута на 01. 01. 2011 година, додека Бугарија, Латвија, Литванија и Романија имаат за цел да се приклучат помеѓу 2013 и 2015 година.

Останува потребата, земјите со поголеми фискални дефицити и јавни долгови да го засилат фискалното прилагодување, што би овозможило зголемување на приватната потрошувачка за сметка на потрошувачката од јавниот сектор. Сепак, поради тековниот инфлационен бран во светот, потребна е голема внимателност при креирањето и имплементирањето на економската политика во делот на монетарно олабавување и зголемување на побарувачката. Од друга страна, губењето на пазарната доверба би можело да предизвика нагло зголемување на каматните стапки и мошне болни фискални заштеди. Земјите членки на ЕУ, во рамки на програмите донесени во 2010 година ги потврдија своите заложби за намалување на фискалниот дефицит до 3 % од БДП во текот на нивните среднорочни планови. Сите земји-членки на ЕУ, со исклучок на Естонија, Шведска и Луксембург имаат прекумерен буџетски дефицит. Сепак, остана констатацијата дека буџетските цели се базирани на оптимистички проекции за растот во некои земји и дека често, консолидационите стратегии се недоволно поддржани со конкретни мерки.

Во делот на задржување на еврото како единствена валута во рамки на ЕМУ, иако на некои од земјите воопшто не им одговара откажувањето од независна девизна политика, (која во услови на депрецијација на домашната валута би ја користеле во функција на стимулирање на извозот и инхибирање на увозот), сепак, треба да се акцентира фактот дека евентуланото повлекување од еврозоната би повлекло некои

политички консеквенции за тие земји и тоа: губење на права на глас, трговски врски и сл. Овие економски и политички ризици може да бидат доволни за да ги одврати тековните ЕМУ членови од одлуката да ја напуштат монетарната унија, па дури и по цена на тоа што за некои од овие земји, останувањето во зоната на еврото би можело да наметне значителни трошоци, кои ќе бидат премногу високи за да се справат со нив.

Глобалниот финансиски систем и натаму останува чувствителен на шоките, па затоа се оценува дека политичарите треба да воспостават вистинска рамнотежа и да го префрлат тежиштето од политиката што се занимава со симптомите на кризата, кон политика на мерки во насока на отстранување на нејзините причинители. За таа цел потребно е владите да се насочат кон намалување на презадолженоста на земјите и кон регулирање на финансискиот и на секторот на недвижности, но во исто време треба да се води сметка и да не дојде до „прегрејување“ на економијата. Структурната слабост и чувствителност на евро-зоната претставува значаен ризик за билансите на банките, со што кредитниот ризик останува висок, а приливот на капитал во економиите во развој би можел да ги надмине нивните капацитети. За глобалната економија е неопходно, дополнително да се консолидира финансискиот сектор и да се состават соодветни планови за намалување на буџетските расходи на развиените економии. Од Европската централна банка е побарано да не брза со заострувањето на монетарната политика со цел да му даде време на банкарскиот сектор во Европа да закрепне без присила или гушење и притоа постепено да ги отстрани претходно усвоените мерки, за да се избегне појавата од несигурност во банкарскиот систем и продлабочувањето на должничката криза во некои држави. Но паралелно на потребата за поголема ликвидност т.е. за порелаксирана монетарна политика и ниски каматни стапки, останува предизвикот за јакнење на девизниот курс на еврото во однос на доларот. Се нагласува можноста од тоа, САД повторно, (доколку не продолжат со правилна употреба на среднорочниот план за намалување на високиот долг и дефицит) да предизвикаат финансиски проблеми.<sup>93</sup>

---

<sup>93</sup> Николовска Вратеовска Данче (2011)-Финансискиот систем и глобалната економска криза (2008), магистерски труд, Економски факултет, УКИМ, 2011

#### 4.11.1. ОСНОВНИТЕ ЕЛЕМЕНТИ НА БАНКАРСКАТА УНИЈА ВО ЕУ

И покрај одолговлекувањето на Германија за формирање на Европската банкарска унија како нов одбор за резолуција и арбитрер на идните потенцијални банкарски неуспеси и финансиски кризи, сепак крајот на 2013 година е одбележан со сè почести средби на министрите за финансии на земјите членки на Европската Унија, а со цел конституирање на ваквата унија. До сега е дефинирано дека Одборот за резолуција ќе биде составен од претставници на националните власти од одделните земји и истиот ќе има ингеренции да ги разгледува поединечните предмети за финансиски институции т.е. земји кои имаат потреба од користење на средставта од резолуциониот фонд на Европската унија на банки и по истите со двотретинско мнозинство ќе донесува препораки до Европската комисија како извршен орган на ЕУ. Доколку земјата апликант за финансиска помош од овој фонд не е задоволна од конечната одлука на Европската комисија, таа ќе има право на жалба до Советот на министри на ЕУ. Првата нова одредба е Одборот на резолуција со двотретинско мнозинство на овластување да одобрува употреба на високи суми на средства за помош (над 20% од вкупните готовински средства на фондот), а средства во износ од над 10% од фондот за време од една година ќе можат да бидат издавани само со специјална дозвола. Но, тоа нема да се имплементира според методот една земја-еден глас, туку ќе биде применуван пристапот на капитално учество во фондот како клуч, што во суштина значи дека една мала група на земји како што се Германија, Финска и Холандија би можела да го блокира пристапот до заедничкиот фонд или истиот да го користи тенденциозно, со цел докапитализација или уривање на дадени банки. Оригиналниот предлог за заштита од идни финансиски кризи со месеци беше блокиран од Германија поради тоа што таа веќе го има етаблирано најголемиот и најдобро финансиран национален фонд во Европа. Покрај тоа, Германија беше под притисок од страна на регионалните штедилници, истите да бидат задржани надвор од новата европската шема, за да не мора да плаќаат во двата фонда: германскиот и европскиот фонд а освен тоа, според аналитичарите, тие се чувствуваат поудобно во услови на домашна регулација. Исто така, сè уште не е концизно дефинирано која ќе биде улогата на Европскиот механизам за стабилност т.е.



на Европскиот фонд за финансиска стабилност со капацитет од 500 милијарди евра, но се верува дека истиот ќе има суштинско значење во случај на вонредна состојба при мултинационално финансиско пропаѓање слично на актуелната криза. Според новите правила, кои иако требаше да отпочнат со примена во 2018 година и кои најверојатно ќе бидат поместени за имплементација во 2016 година, голем дел од средствата што банката ги должи на приватни инвеститори (во износ од 8% од вкупните обврски), најпрво ќе бидат избришани, пред да може истата (во услови на нестабилност) да користи било какви спасувачки средства. Првичните пресметки укажуваат дека по десетгодишно функционирање, фондот на Европската банкарска унија би изнесувал околу 55 милијарди евра (во однос на спасувањето на шпанските банки кое чинеше 40 милијарди евра, спасувањето на грчките банки исто така 40 милијарди евра а спасувањето на англо-ирската банка 30 милијарди евра) и ќе постои јасно утврден лимит на средства што една банка ќе може да ги користи при неуспех. Планирно е секоја година, 10% од средствата да бидат трансформирани "mutualised" во вистински ресурси на ЕУ.<sup>94</sup> Релативно малата издашност на резолуциониот фонд зборува за потенцијалната опасност, овие обиди да се премногу неодржливи за да можат да се справат со и да решаваат големи банкарски кризи. Во рамки на критиките и слабите страни на основните елементи на банкарската унија се сврстуваат потенцијалните закани, земјите да не ја почитуваат одлуката за забрана на владино мешање во спасување на банки, опасноста од недоследно спроведување на политиката на Европската банкарска унија, во услови кога националните влади не се директно вклучени во оваа процедура (а се често длабоко инволвирани во управувањето со домашните банки) како и коализијата на овој механизам со принципот на супсидијарност на ЕУ, (акција поблиска до граѓаните, т.е. секогаш кога ќе е можно - практикување на локална акција). Во секој случај, тенденцијата на регулаторните власти е товарот од евентуален банкарски неуспех да се префрли од даночните обврзници и владите на самите финансиски институции кои се одговорни за тоа.

---

<sup>94</sup> Peter Spiegel (2013)-, Q&A: EU Banking Union, *The Financial Times LTD*, 2013

Генерален став е дека во новата банкарска резолуција е потребно да учествуваат сите земји членки на ЕУ, додека оние кои што не се членки на ЕУ да имаат право, долголку сакаат да се вклучат во овој систем. И во врска со ова прашање, во текот на дебатите, Германија имаше различен став од ЕЦБ и Европската комисија. Имено, додека Германија инистираше дека во шемата на резолуција треба да учествуваат само големите, системски банки на глобално ниво, ЕЦБ и Европската комисија беа со ставот дека банкарската унија ќе биде функционална единствено ако се вклучени сите банки. Впрочем, неуспехот на Англо-Ирската банка во Ирска, регионалната Сајас во Шпанија, како и банката Лаики во Кипар, ги воведоа нивните земји во кризата, иако истите не беа големи системски банки.

Новата банкарска супервизорска шема предвидува најголемите банки да бидат под директна надлежност на новата системска резолуција, оставајќи ги помалите банки под јурисдикција на националните власти. Но за сите одлуки на помалите банки ќе биде консултирана Европската агенција, што би требало да придонесе за унифицираност во стандардите и работењето на банкарскиот сектор. Исто така, се очекува помалите банки да плаќаат помалку во новиот фонд на Европската банкарска унија, за што појдовна основа ќе биде обемот на нивните ризични пласмани.<sup>95</sup>

Покрај обидите за централизирање на легислативата и супервизијата на ниво на ЕЦБ и формирањето на фондот за помош на банките, сè уште остануваат отворени прашањата за следење на очекуваниот тренд на банкарски пропаѓања, окрупнувања и спојувања, за тоа кој ќе ја врши улогата на институционален кредитор во крајна инстанца на ниво на ЕУ, како и потребата од хармонизација на шемите за осигурување на депозитите. Имено, со цел да ја вратат довербата во финансиските институции и да го поттикнат штедењето, повеќето од земјите на ЕУ од крајот на 2008 година (а согласно директивата од ЕЦБ), започнаа процеси на зголемување на износите покриени од страна на нивните шеми за осигурување на депозити. Исклучок од овој тренд беа Финска, Франција и Шпанија кои ја обезбедуваат оваа сума уште од 1998 година, како и

---

<sup>95</sup> Peter Spiegel (2013)-, „EU Banking Union: Leaked „Terms of Reference,, „*The Financial Times LTD*, 2013

Кипар од 2000 година. Заклучно со март, 2011 година сите земји кои се членки на монетарната унија, но и оние кои не се (како Велика Британија) обезбедуваат осигурување на депозитите во износ до 100 000 евра. Но останува фактот дека земјите имаат длабоки разлики во нивниот пристап во делот на осигурителните шеми и додека некои имаат трајно зголемување на износот, други имаат имплементиран привремени мерки, што би требало да биде иден предизвик за регулација на монетарните власти на ЕУ. Освен тоа, Одборот за резолуција на Европската банкарска унија одлучува за евентуален банкарски неуспех, но притоа го отстапува реализирањето на планот за банкарска резолуција на банкарските менаџери во домашната земја на банката. За споредба со ова, во САД, Федералната коорпорација за осигурување на депозити е единствена институција одговорна за исплата на осигурените депозити (и во тоа е помогната од кредитна линија од Министерство за финансии), за продажба на банкарската актива и за враќање на долговите кон банкарските доверители за време на банкарски неуспех.

ТАБЕЛА БР.15 : ОСНОВНИ ЕЛЕМЕНТИ НА ЕВРОПСКАТА БАНКАРСКА УНИЈА

ГРЕШКИ	ПРИЧИНИ	ЕФЕКТИ	ОДНЕСУВАЊЕ	ПРАВНИ СРЕДСТВА НА ЕУ
превземање на ризик	јавни гаранции	ценовни меури на средствата	банкарски морален hazard	SRM – поединечен резолуционен механизам (Single Resolution Mechanism) и SSM поединечен супервизорски механизам (Single Supervisory Mechanism)
банкарска навала	недостиг на доверба	ликвидносен јаз, несолвентност	избегнување на загуба на депозити	SRM- поединечен резолуционен механизам (Single Resolution Mechanism) и DGS –шема за депозитно осигурување (Deposit Guarantee Scheme)
одложена апсорбција на загуби	одлив на капитал	финансиска дезинтеграција	владин морален hazard	SRM- поединечен резолуционен механизам (Single Resolution Mechanism) (зедничка неограничена заштита за членките на SRM и „не,, за банкарските спасувања од буџетски средства)

Извор: Diego Valiante (2014)-„Revisiting Banking Union in a Single Currency Area,,  
Economonitor, 2014

Освен тоа, се наметнува и прашањето во врска со банкарските стечаи и пропаѓања. Имено, постојат поделени мислења околу „недозволувањето“ банките да одат во стечај. Со формирањето на Фондот на европската банкарска унија и со постоењето на шеми за осигурување на депозити на ниво на националните економии, всушност државите се ставаат во позиција на краен доверител на банките. Според дел од економската јавност, шемите за помош на банките и изземењето на банките од постапките за стечај е кршење на начелото за еднаквост пред законот и стимулирање на морален hazard кај банкарскиот менаџмент, но и кај депонентите при изборот на банка со здрави принципи на банкарско работење.

Постојат две алтернативи на банкарското пропаѓање: надворешна санација ( bail-out) и/или внатрешна санација ( bail-in). Во првиот случај (практикуван за време на тековната криза во САД и ЕУ) се даваат средства од буџетите на државите, што во крајна линија е невидлив иден данок кој ги оптоварува сите (недолжни) граѓани и тоа за

спасувањето на неуспехот на една финансиска институција, на нејзиниот менаџерски тим и на нејзините штедачи и доверители, или пак им налага на поголемите банки да ги превземаат и спасуваат неуспешните банки (J.P.Morgan и Bank of America, Bear Stearns, Washington Mutual, Countrywide Credit, Merrill Lynch) што ги слабее овие банки и што повторно се сведува на тоа, туѓите неуспеси да ги „покриваат“ тие што немале никаква претходна врска со нив. Вториот начин на внатрешната санација (практикуван во Кипар) според дел од мислителите е поправичен и во спасувањето на банката опфаќа отписи на долгови на најголемите доверители кои избрале да депонираат во неуспешната финансиска институција.<sup>96</sup> Но сепак, кога ќе се земе предвид важноста и влијанието на финансиските институции врз целокупниот економски и општествен систем (илустрација за тоа е глобалната економска криза) и посебно кога се зборува за системски важните финансиски институции (како институции кои се премногу големи за да пропаднат), станува јасна неопходноста на тековните заложби на меѓународните регулаторни власти за редефинирање на макроекономската и макропрudentната политика на светско рамниште, без притоа да се занемарува (како досега) влијанието на финансиските институции врз макроекономската и финансиската стабилност.

#### **4.12. РЕДЕФИНИРАЊЕ НА МАКРОЕКОНОМСКАТА И МАКРОПРУДЕНТНАТА ПОЛИТИКА**

Кога макроекономската состојба и состојбата на пазарот се менуваат, финансискиот систем е под притисок како резултат на јазот помеѓу макроекономската политика и регулирањето на поедини институции – состојба што резултираше со шокови кои скапо ја чинат целата економија. Макропрudentната политика е таа која што би требало да помогне да се премости јазот помеѓу макроекономската политика и регулирањето на поедини финансиски институции. Еден од трајните проблеми на

---

<sup>96</sup> Salsman M. Richard (2013)- „Bankruptcies, Bail-Outs and Bail-Ins: The Good, Bad and Ugly of Bank Failure Resolution,, *Forbes*, 2013

кризите е ограничувањето на достапноста на кредити за бизнис секторот (за инвестициона потрошувачка) како и за секторот население (лична потрошувачка). Ова, заедно со одржувањето на платежните услуги, осигурувањето од ризик и превенирањето на создавање на меурите треба да биде главниот фокус на макроекономската политика во иднина. Постои растечка тенденција индивидуалните финансиски институции да превземаат поголем ризик во периодот на економски бум а потоа да стануваат премногу аверзични кон ризик во периодите на економски падови, со што и самите делуваат проциклично. Ова е предизвикано од моралниот хазард и идејата дека некои институции се премногу големи за да пропаднат, како и од неуспехот на самите институции да ги распознаат пошироките негативни екстерналии од нивното однесување. Макропрudentната политика ќе се обиде да се справи со одредување на нивото на капиталните стапки што финансиските институции ќе мораат да ги задржат како и другите капитални опции насочени кон институциите кои преземаат премногу ризик. Овие стапки ќе овозможат да се создаде поголем степен на сигурност против неуспеси и ќе им овозможи на регулаторите да се справат поефикасно со случаите во кои банките и/или другите институции банкротирале. Големината на овие надоместоци може да зависи од големината и влијанието на самата институција врз системот. Но секоја политика без согласноста на и соработката со банките ќе биде ограничена. Друга опција е финансиските институции да имаат некакво разбирање за ефектите од нивното однесување и нивните одлуки: штом креаторите на политиката ќе донесат некаква одлука, финансиските институции на кои се однесува одлуката ќе го променат своето однесување, па креаторите на политиката ќе бидат оневозможени да оценат како тоа ќе влијае на резултатите во иднина. Исто така, земјите кои користеа буџетски пари за да ги спасат банките и кои сакаат да прифатат давачки за превенирање на банкарските операции, ќе се соочат со отпорот на земјите чии банки не барале толкави спасувачки пакети. Ова значи дека е можно поедини земји да развијат сопствени макропрudentни политики што ќе ги редуцираат ефектите на глобалната макропрudentна политика (Mankiw и Taylor, 2011).

Brunnermeier et al (2009)<sup>97</sup> изнаоѓа дека е потребно *екстерналиско објаснување* за да се оправда постоењето на регулаторна интервенција која ќе го превенира преголемото изложување на финансиските институции на системски ризик. Екстерналиите можат да се детерминираат во две инстанции на ризични прелевања: 1) *екстерналии од брза продажба*, каде што индивидуалните институции не го земаат предвид влијанието на сопствените брзи продажби врз цените на активата во можна идна ликвидносна криза; 2) *екстерналии од меѓусебната поврзаност на институциите*, каде индивидуалните институции не се грижат за тоа, колку други институции би срушило нивното банкротство. Се наметнува прашањето: зошто немало приватна иницијатива за подобра контрола, со цел да не се паѓа во мрежата од банкротирања? Одговорот е поврзан со фактот дека пропаѓањето на повеќе меѓусебно поврзани финансиски институции носи повеќе општествени трошоци, па со тоа е и поголема веројатноста владата да ги спаси ваквите институции. Постои и *трет тип на екстерналии* кој произлегува од самиот финансиски систем и динамичната интеракција помеѓу финансискиот систем и реалниот сектор, наречен *процикличност*: за време на рецесија цените на средствата паѓаат, финансиските институции ги зголемуваат нивните маргинални барања, а со тоа ја редуцираат кредитната понуда и го прошируваат рецесиониот јаз (Filipovski, 2010).

Во преткризниот период во фокусот на централните банки и на монетарната политика беше обезбедување на стабилност на цените преку политиката на каматни стапки, како основен инструмент во функција на целта. Ова доведе до акцентирање на улогата на кредитниот канал на влијание на монетарната политика врз економијата преку количината на резерви и за возврат-банкарскиот кредит во реалниот сектор. Исклучок од ова правило беше политиката на двојниот столб на ЕЦБ која посветуваше посебно внимание и на количината на кредит во економијата. Регулацијата и супервизијата фокусирани на индивидуалните финансиски институции и пазари како и

---

<sup>97</sup> Brunnenmeier M.,Crocket A., Goodhart C., Hellwig M., Persaud, A.D.,Shin H.,(2009)-„The Fundamental Principles of Financial Regulation,, International Center for Monetary and Banking Studies, 2009, цитирано кај: Filipovski Vladimir(2010) in –„Challenges to financial regulation from the global financial crisis 2007-2009,, Proceedings of the International Conference:*The Challenges of Economic Theory: The Aaftermath of the Global Crisis, Faculty of Economics, UKIM, 2010, Skopje*

мерењето на нивното влијание врз финансиската стабилност, во голема мера беа игнорирани. Со оглед на ентузијазмот за финансиска дерегулација, употребата на прудентна регулатива за антициклични намени беше сметана за несоодветно мешање во функционирањето на кредитните пазари. Истовремено, со ставовите за остри политички ограничувања, значително беше потценета моќта на влијание на фискалната политика. Глобалната економска криза ја наметна потребата од реобмислување на макроекономската политика. Предизвикот е како да се искоординираат традиционалните политики и да се користат инструментите на најдобар можен начин, како и да се дизајнираат подобри автоматски стабилизатори. И понатаму крајните цели се во насока на постигнување стабилен производствен јаз и стабилна инфлација.<sup>98</sup> ЕСЦБ неодамна лансираше макропрудентната истражувачка мрежа (MARS) насочена кон воспоставување концептуална рамка, модели и алатки кои ќе го подобрат макропрудентниот надзор во ЕУ.

Макропрудентната политика е дефинирана од нејзината цел- ограничување на системскиот финансиски ризик, преку:

- анализа на финансискиот систем како целина и неговите интеракции со реалната економија и
- управување со збир на инструменти (прудентни алатки и инструменти кои се посебно доделени на макропрудентните власти) и нивното владеење.

Едно од клучните прашања е како макропрудентната рамка треба да се справи со финансиските циклуси и нивната процикличност како клучен извор на финансиска нестабилност. Притоа, би можело да се издвојат две можни цели за макропрудентната рамка и тоа: 1) тесна цел: да се зголеми отпорноста на финансискиот систем и 2) поширока цел: да се ограничи порастот на амплитудите кај финансиските циклуси. За да се постигне тесната цел, потребно е во време на бум да се изградат амортизери кои би се ставале во функција за време на рецесии. За постигнување на пошироката цел потребно е креираните амортизери автоматски да дејствуваат во насока на ограничување на количината на кредит и ценовниот бум во време на експанзија, како и

---

<sup>98</sup> Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro (2-2010)- *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF, SPN/10/3, 2010



нивно зголемување во време на рецесија. Повеќето од макропрudentните алатки се однесуваат на регулирање на капиталот на банките, но важно е да се потенцира фактот дека голем дел од краткорочниот долг во обврските на банките е идентификуван како главен извор на ранливост на банките (Brunnermeier, 2009). Во оваа насока, согледувањата се дека капиталните амортизери можеби ќе треба да се зголемат значително пред да можат да се воздржат од кредитна експанзија, затоа што капиталот е обилен и евтин во добри времиња т.е. во периодот на економска експанзија и обратно. За време на бум, финансискиот систем може да ја пропушти шансата да изгради доволно капитални и ликвидносни амортизери, иако тоа тогаш лесно и евтино може да се направи. За таа цел, макропрudentната политика може да игра значајна поддржувачка улога. Макропрudentната стратегија ќе мора да се потпира на зајакнување на постоечките политики и инструменти со цел истите да можат ефективно и одржливо да го ограничуваат кредитниот раст и ценовниот бум на средствата, за што е потребно и монетарната и фискалната политика проактивно да ја одиграат својата улога.

Историската анализа укажува на тоа дека во текот на кредитниот и ценовниот бум, фискалните позиции изгледаат нереално цврсти. За *фискалната политика* е потребно да се применат истите принципи кои се однесуваат и на макропрudentната рамка: да се изградат амортизери т.е. буџетски суфицит во добри времиња, а буџетски дефицит во период на економска рецесија. Пред кризата, во повеќето напредни економии на односот помеѓу финансиската и монетарната стабилност се гледаше како на прилично едноставна интеракција и тоа поаѓајќи од основните постулати дека: стабилноста на цените е доволна за да се обезбеди макроекономска стабилност и дека монетарната стабилност треба да се постигне од страна на независна централна банка преку тесно утврден двегодишен инфлационен таргет. Последната светска рецесија покажа дека оваа парадигма, која беше прифатена како аксиоматска во макроекономските модели е премногу тесна.

Кризата ја наметна потребата од сериозно разгледување на улогата на монетарната политика во *справувањето со ценовните меури* и го зајакна мислењето дека е потребно да се разгледа можноста, монетарната политика да го прошири својот дијапазон на опфат преку вклучување на стабилноста на цените на активата како

нејзина дополнителна цел. Притоа се наведуваат следните заклучоци за спроведување на ваква политика (Filipovski, 2010):

- постојат својствени тешкотии да се идентификуваат меурите на цената на средствата бидејќи многу од водечките индикатори можат да креираат лажни сигнали. Затоа е потребно многу внимателна анализа на можните сигнали, со цел утврдување на нивната причина;

- како што расте загриженоста за макрофинансиската стабилност, така монетарната политика може да биде соочена со потребата да го прошири својот мандат преку справување со меурите на цените на средствата;

- несигурностите поврзани со нивната идентификација укажува на немодерирани одговори на каматната стапка од страна на монетарната политика, како и на дискреционо избегнување на одговорите базирани на строго правило;

- одговорите на монетарната политика за спречување на меурите треба да бидат симетрични т.е. да не се фокусирани единствено на пукањето на меурите, затоа што тогаш би предизвикале појава на морален хазард;

- ако монетарната политика делува на меурите на цената на средствата, тогаш тоа мора да го прави во координација со макропрudentната политика;

- кога е можно да се утврди дека меурите на цената на средствата се ендогени т.е. се генерирани од страна на монетарната политика, тогаш истата може да ја разгледа можноста да ги пука меурите;

- на методолошко ниво, постои потреба да се разгледа модел кој ќе вклучува неколку варијабли: монетарни (монетарни агрегати, номинални каматни стапки), финансиски (кредитен раст, берзански параметри, домашни инвестиции) како и реални (реален раст на БДП per capita, состојба на платен биланс, продуктивност на работна сила, демографска структура) како замена за детерминантите за меурите на цените на средствата кои ги сугерира теоријата.

*Во делот на реобмислувањето на макропрudentната политика, двата клучни предизвика на регулаторите беа: како да се справат со проблемот „премногу големи финансиски институции за да пропаднат“ (Too-Big-To-Fail) и како да се надмине процикличноста на предкризната регулатива. Макропрudentната регулација зазема*

широк поглед и е засегната не само со *системски важните банки* туку и со небанкарските финансиски институции. Можните регулаторни мерки кои би го превенирале создавањето на премногу големи финансиски институции за да пропаднат вклучуваат:

- повисоки капитални и ликвидносни барања кои ќе изградат посилни ампртизери;
- даноци и давачки кои ќе ги интернализираат трошоците поврзани со системскиот ризик;

- рестрикции на големината и обемот на банкарски активности преку лимитирање на комбинирањето на традиционалното банкарство со поризични активности како: сопственичко тргување со хартии од вредност и активности типични за инвестиционите фондови;

- барања од банките да изготвуваат т.н. тестаменти или планови за правилно амортизирање во случај на несолвентност, што од една страна ќе ги обесхрабри претерано комплексните бизнис модели што овие институции ги развиваат и од друга страна, ќе ги приближи кон трошоците на плаќачите на данок при евентуален неуспех на институцијата.

За да се спротистави на проблемот со про-цикличноста, регулаторниот одговор е насочен на неколку области:

- антицикличен дизајн на капиталните барања што вклучува одданокување на финансиските институции повеќе во време на бум и помалку за време на економски пад;

- исправка на загубата која ќе биде вклучена при очекуваните кредитни загуби кога се одредува добивката;

- преиспитување на обемот и условите под кои книговодството треба да се користи т.е. намалување на степенот до кој примената на објективната книговодствена вредност може да има проциклично влијание, преку создавање на прекумерна нестабилност на финансиските институции (посебно кога пазарната ликвидност се менува драматично);

- аспекти на коорпоративно управување кое ќе вклучува компензациски шеми за менаџерите на финансиските институции кои имаат иницијативи за создавање на прекумерни ризици и кои фаворизираат краткорочна наспроти долгорочна профитабилност.

Околу интеракцијата на макропрudentната политика врз *политиката на каматни стапки*, очекувањата се дека циклусите на каматните стапки ќе бидат ублажени до степенот до кој макропрudentната политика ќе успева во ограничувањето на кредитот и ценовниот бум. Тоа би значело дека каматните стапки ќе се зголемуваат повеќе во време на бум а ќе се намалуваат помалку во време на рецесија.

Пластичен пример за неопходноста од комплементарното дејствување на макропрudentната политика со останатите макроекономски политики е состојбата со *капиталните приливи*. Имено, капиталните приливи во новите пазарни економии може да создадат силен нагорен притисок врз домашната инфлација, како и на кредитниот пласман и на порастот на цените на средствата. Во оваа ситуација, основно е применувањето на макроекономските политики вклучувајќи ги монетарната, фискалната и девизната политика со цел да се заштити домашната финансиска стабилност. Во таква констелација на услови, улогата на макропрudentната политика би била да се спречи прекумерното преземање ризик од страна на домашниот финансиски систем. Но употребата на макропрudentната политика не треба да се користи како изговор за да се одложат или да се намалат неизбежните затегнувања на монетарната политика. Што се однесува до мерките за контролата на капиталот, тоа се мерки на кои е потребно да се гледа како на последно средство и како на сигурносен вентил во вонредни околности. Колку подолго ваквите контроли се оставени во место, толку е поголема можноста за економски несакани ефекти. Една од новопредлаганите макропрudentциони алатки е оданочување на меѓународните позајмувања.

За надминување на меѓународните негативни прелевања на банкарските неуспеси е потребна *меѓународна регулаторна рамка* која ќе ја третира оваа материја и која ќе ја разграничи улогата на регулативата на земјата-домаќин и регулативата на земјата на потекло на капиталот како и шемите на банкарските резолуции. *Новите идеи во однос на лоцирањето на регулаторната одговорност кај меѓународното банкарство, се однесуваат на реалоцирање на таа одговорност од земјата-домаќин, кон земјата на потекло*, како и напуштање на практиката на отварање на филијали (branches) и на нејзино место воведување на задолжителна супсидијаризација

(отварање банки-подружници во земјата домаќин, чии активности ќе бидат регулирани од земјата домаќин), (Filipovski, 2010).

Со цел сеопфатно и коренито креирање и имплементирање на макропрudentна стратегија која ќе биде комплементарна со останатите макроекономски политики, постои можност на пример, креаторите на политиката во една област да може да имаат право на вето за другите политики или телата за креирање и имплементирање на макропрudentната и монетарната политика би можеле да имаат преклопено членство. Аналогно, може да се канализираат барања за консултации, барања да се извести друг орган пред финалното носење на одлуки, барања за обезбедување на информации и мислења, потпишувања на меморандуми за соработка или слични инструменти. Поради потребата од независност од политичките циклуси, реално е централните банки да имаат централна улога и во овој дел.<sup>99</sup> Не постои консензус во литературата за тоа дали монетарната политика, банкарската регулатива и супервизорските функции треба да се комбинираат во една централна банка, или сето тоа да се врши од страна на одделни институции<sup>100</sup>. Blanshard et al. (2010) тврдат дека постојат три главни причини што одат во прилог на тезата дека досегашниот тренд на одвојување на донесување на одлуки за овие две политики можеби ќе треба да се укине. Предноста во следењето на макроекономските движења ги прави централните банки очигледен кандидат за макропрudentни регулатори. Со централизирањето на макропрudentните одговорности во рамките на централната банка ќе се избегнат проблемите на координација на активностите.

Еден поинаков поглед на финансиската стабилност започнува од гледиштето дека потеклото на финансиска нестабилност не лежи толку многу во заразата туку во изложеноста на *системскиот ризик* низ времето, што е тесно поврзано со бизнис циклусот<sup>101</sup>. Согласно ова гледиште, ризикот е фундаментално ендеген и се одразува на меѓусебната интеракција помеѓу финансискиот систем и реалната економија. При

<sup>99</sup> Jaime Caruana, General Manager of the BIS (2011)- SAARCFINANCE Governors' Symposium 2011, BIS, Kerala, 11 June 2011

<sup>100</sup> Lastra RM (2009) -, Assessing the Lamfalussy Process: Successes and Failures,, *Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law*, 2009

<sup>101</sup> Laudio Borio(2003)-*Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, BIS, Monetary and Economic Department. February, 2003

истражувањето на системскиот ризик кој произлегува од финансискиот систем се развиле две насоки, од кои едната се фокусира на *мерење на системскиот ризик*, додека втората има за цел *да го оцени системското значење на индивидуалните финансиски институции*.

Во рамки на алатките за квантифицирање на финансиска нестабилност и системски ризик се вбројуваат: индикатори на финансиска нестабилност врз основа на билансот на состојба, индикатори на пазарот; ранопредупредувачки индикатори (имаат тенденција да ги предвидат настаните кои ќе се случуваат во многу блиска иднина), индикатори врз основа на векторска авторегресија -vars модели (тоа се флексибилни алатки за предвидување и следење на преносот на шокови во економијата, ја опишуваат динамиката на финансискиот систем како и повратната информација до макроекономијата) и макро-стрес тестови (се користат за да го дефинираат одговорот на финансискиот систем на невообичаено големи егзогените шокови).

Во делот на анализата на системското значење на поедини финансиски институции, Acharya et al. (2009)<sup>102</sup>, сметаат дека придонесот на индивидуалната финансиска институција е пропорционален со неговата големина и со процентот на загуба. Тие предлгаат воведување на данок кој ќе биде наменет за секоја финансиска институција и ќе биде детерминиран од маргиналниот очекуван недостаток (МОН) на секоја институција. МОН на една финансиска институција може да се толкува како придонес на таа институција за еден долар системски ризик. Lo (2009)<sup>103</sup> предлага формирање на нова независна агенција со цел да собираат податоци за цените на пазарот, за билансните и вонбилансните средства и обврски на американските финансиски институции, вклучително и за банкарскиот сектор во сенка, со цел да се следи ликвидноста и капиталната покриеност на банкарскиот систем во САД, да се врши корелацијата на цените на активата и да се мери чувствителноста на портфолио

---

<sup>102</sup> Viral Acharya, Thomas Philippon, Matthew Richardson, Nouriel Roubini (2009)- „Financial Markets, Institutions & Instruments,, *New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc.*, 2009

<sup>103</sup> Dic Lo (2009)-„'China and Post-Crisis Globalisation: Towards a new Developmentalism?,, *In: Ghosh, Jayatiand Chandrasekhar, C.P., (eds.), After Crisis: Adjustment, Recovery, and Fragility in East Asia*. New Delhi: Tulika Books, 2009

инвестициите на промените на економските услови. Sibert (2010)<sup>104</sup> укажува дека е потребно една агенција во еврозоната да прибира слични податоци. Тој исто така укажува дека таквите податоци ќе имаат ограничено користење, бидејќи повеќе ќе овозможуваат мерење на симптоми отколку каузи за финансиска нестабилност, од причини што системскиот ризик не е добро разбран, што би предизвикало тешкотии во толкувањето и во мерењето на меѓусебната поврзаност на мрежата ефекти. За да се обезбеди соодветна база на податоци со цел истражувачите и регулаторите да можат да го анализираат системскиот ризик, Brunnermeier (2009) предлага редовно (квартално) собирање на податоци за ризикот на делумна рамнотежа, за чувствителноста на ризикот на пазарот и чувствителноста на ликвидност на регулираните финансиски институции. Gauthier et al. (2010) утврдија дека макропрudentната распределба на капиталните механизми ги намалија веројатностите за нестабилност на одделните банки, како и веројатноста за системска криза за околу 25%, што укажува на фактот дека макропрudentните капитални амортизери влијаат значително на подобрувањето на финансиската стабилност<sup>105</sup>. Во рамки на новокејнзијанскиот DSGE модел адаптиран од Gertler и Karadi (2009)<sup>106</sup>, како макропрudentната алатка тие го земаат паушалното оданочување и/или субвенцијата на банкарскиот сектор, што може да се користи за да се влијае на износот на капитал на банките, а со цел (во зависност од потребите) да се стимулира или инхибира националниот кредитен раст.<sup>107</sup>

<sup>104</sup> Anne Sibert (2010) – „Economic and Monetary Affairs: The Greek Sovereign Debt Crisis and the Eurosystem,, Directorate general for internal policies, Policy department A: economic and scientific policies, European parliament, 2010

<sup>105</sup> Lanot Gauthier and Leece David (2010)- "The Performance of UK Securitized Subprime Mortgage Debt: 'Idiosyncratic' Behaviour or Mortgage Design?," MPRA Paper 27137, University Library of Munich, Germany, 2010

<sup>106</sup> Mark Gertler and Peter Karadi (2011)- „, A Model of Unconventional Monetary Policy,, *Journal of Monetary Economics* 58, 2011

<sup>107</sup> Gabriele Galati and Richhild Moessner (2011)- „, Macroprudential Policy – a literature review,, *BIS Working Papers No 337, Monetary and Economic Department, BIS 2011*

#### 4.12.1. МАКРОПРУДЕНТНАТА КОМПОНЕНТА НА БАЗЕЛ 3

Во рамки на причините за тековната економска криза се дефинирани презадолженоста на финансиските институции, недоволната ликвидност и солвентност како и отсуството на доследен менаџмент за управување со ризикот и несоодветно спроведување на кредитната анализа, како метода за селекција на потенцијалните кредитни пласмани.

Една од силно подвлекуваните причини за глобалната криза е и неадекватната регулација, која не стори ништо да го сперечи растењето на многубројните меури. Напротив, во многу случаи властите всушност беа среќни поради порастот на цените на недвижностите и на финансиските инструменти и не сторија ништо за да ги забават тие трендови, толкуваќи ги како манифест на силата и динамизмот на нивните економии. Но неуспехот не може да ѝм биде препишан само на државните регулатори. Целиот систем на коорпоративно управување и надзор колабираше. Тој, покрај регулаторите ги вклучува акционерите, кредиторите, сметководствените системи, кредитните рејтинг агенции, итн. Мнозинството луѓе, вклучувајќи ги и информираниите инсајдери едноставно „заборавија“ на системскиот ризик кој финансиските институции го прифатија (Петковски, 2009б). Според ретроспективната анализа, рецесиите создадени со прскањето на финансиските меури се поостри и траат подолго од рецесиите предизвикани од други причини (на пример, од шоките на страна на понудата). Освен тоа, силината на глобалната рецесија се должи на фактот што истата е синхронизирана (главните економии се истовремено погодени) и ни една земја не може да се потпре на другите за да се извлече од рецесијата преку зголемена побарувачка за нејзиниот извоз (Petkovski, 2010).

Тековната криза ја испрати пораката до креаторите на макроекономските политики дека повеќе не треба да се занемарува влијанието на финансиските институции врз макроекономската стабилност, како резултат на што, при редефинирањето на макропрudentната политика се инфилтрирани и микроелементи (прudentноста со цел да ги ограничи ризичните пласмани на финансиските институции) и макроаспекти кои го третираат системскиот ризик. Базел 3 претставува основно



зајакнување, а во некои случаи и радикална промена во глобалните капитални стандарди. Ова, заедно со воведувањето на глобалните ликвидносни стандарди, ќе ја детерминира суштината на глобалната финансиско–реформска агенда. Со спроведувањето на Базел 3 значително ќе се зголеми квалитетот, но и потребното ниво на банкарски капитал. Со новите ликвидносни барања ќе се подобри управувањето со ликвидноста на банките, но исто така, ваквите промени би требало да обезбедат и позитивно влијание врз пазарите на капитал и врз преносните механизми на монетарната политика. N'Diaye (2009) утврди дека обврзувачката контрациклична прудентна регулатива може да помогне да се намалат производствените флукуации и да се намали ризикот за финансиска нестабилност. Особено, правилата за контрациклична адекватност на капиталот може да им овозможат на монетарните власти да се постигнат истите антинфлациони цели, но со помали корекции на каматните стапки.<sup>108</sup> Подобрениот Базел 2 заедно со макропрудентната нишка (капиталните амортизери) го сочинуваат новиот Базел 3, за кој се очекува дека ќе ја зајакне макропрудентната регулатива и супервизија и дека подобро ќе се справи со системскиот ризик. Подолу ги поместуваме новите мерки и инструменти врамени во Базел 3 по области кои ги опфаќаат: капиталот, ликвидноста и големите финансиски институции.

**1)Подобрување на квалитетот на структурата на сопствените банкарски средства и нивото на капитал:**

- **Минималните капитални барања** за основниот капитал ќе се зголемат од досегашните 2% на 4,5% од ризично-пондерираните средства по одбивања (при што поголем фокус се става на обичните акции и задржаната добивка отколку на инструментите со должнички карактеристики и понизок квалитет и се зголемува стапката на основниот капитал од 4% на 6%);
- **Капитална загуба** ќе биде апсорбирана во моментот на неодржливост: Договорните услови на инструментите на капиталот ќе вклучуваат

<sup>108</sup> Papa N'Diaye (2009)- „Countercyclical Macro Prudential Policies in a Supporting Role to Monetary Policy,, *IMF Working paper WP/09/257*, IMF, 2009

клаузула која ќе му овозможува дискреционо право на надлежниот орган да изврши отпис или конверзија на заедничките акции доколку банката е осудена да биде неодржлива (со овој принцип се зголемува одговорноста и улогата на приватниот сектор за решавање на идна банкарска криза и тоа го намалува моралниот hazard);

- **Дополнителен капитал** (тампон) за зачувување на капиталот: се состои од емисија на акции и/или задржана добивка во висина од најмалку 2,5% од ризично-пондерираната актива, со што вкупниот акционерски капитал изнесува 7% од ризично-пондерираната актива. Во текот на финансиската криза е утврдено дека поголемиот дел од банките наместо да ја реинвестираат добивката со цел зголемување на банкарскиот капитал, тие исплаќаат дивиденда со цел да го задржат пазарниот бренд и банкарски имиџ на добро работење. Очекувањата се дека овој инструмент за дополнителен капитал во услови на рецесија (кога расте цената на капиталот), ќе иницира банките да ја исполнуваат оваа обврска преку задржување на добивката;
- **Контрацикличен дополнителен капитал** (тампон) кој може да се движи во интервал од 0% до 2,5% (во зависност од тоа во која фаза се наоѓа економскиот циклус) со цел да ги намали амплитудите во кредитниот раст. Контрацикличниот дополнителен капитал (кој може да биде само акционерски) се издвојува над износот на дополнителен капитал, но не во текот на целиот економски циклус (како што е случај кај износот на дополнителен капитал), туку по видување на секој надлежен национален супервизорски орган, а во услови кога има зголемен кредитен раст кој може да го зголеми и системскиот ризик. Контрацикличноста на инструментот се огледа во тоа што, во услови на рецесија, надлежниот супервизорски орган ја укинува обврската банките да издвојуваат контрацикличен капитал со што се обезбедува поголема количина на расположлив банкарски капитал за кредитни пласмани и се инфилтрира макро-прудентна компонента на капиталната рамка на Базел 3. Иако

стапката на адекватност на капиталот останува 8%, со воведувањето на стапката на дополнителен капитал од 2,5% и стапката на дополнителен контрацикличен капитал од 0% до 2,5% истата во суштина се зголемува за најмалку 2,5% а за најмногу 5%.

- **Покривање на ризик:** ги зајакнува капиталните третмани за одредени дериватни финансиски инструменти и за секјуритизацијата; бара банките да спроведат поригорозни кредитни анализи при изложување на вакви хартии од вредност; бара значително повисок капитал за портфолиото за тргување и дериватните активности, воведува зголемени капитални барања за поединечни ризици од деликвентни кредити кои ја земаат предвид и ликвидноста; воведува ризично-пондерирање на вонбилансната изложеност;
- **Управување со ризикот и супервизија** вклучува: детектирање на ризикот од вонбилансната изложеност; ризик од активност со хартии од вредност; управување со ризик-концентрации, стимулации на банките за управување со ризик и поврат на средства на долг рок, спроведување на стрес тестови, обуки за супервизорски знаења, сметководствени стандарди за финансиски инструменти, коорпоративно управување;
- **Управување и надзор:** се научените лекции во текот на кризата и се базираат на основните добри практики за управување со ликвидносниот ризик во банките; Надзорниот мониторинг на ликвидносната рамка вклучува заеднички сет на следење на параметри со цел да се помогне на супервизорите во идентификување и анализа на ризикот на ликвидност;

## **2) Глобални ликвидносни стандарди и супервизија:**

- Преку стапката на ликвидносна покриеност (**LCR**) ќе се бара банките да имаат доволно висококвалитетни ликвидни средства за да издржат 30-дневно стрес-сценарио; **Стапката на нето стабилно финансирање (NSFR)** е долгорочен структурен сооднос и има за цел да обезбеди ликвидносна усогласеност, го

опфаќа билансот на состојба и обезбедува стимуланти за банките да користат стабилни извори на финансирање.

### 3) Системски значајни финансиски институции (SIFIs):

- кои се глобални и системски важни (премногу големи за да пропаднат) покрај исполнувањето на Базел 3 барањата, мора да имаат капацитет за повисоки загуби затоа што истите претставуваат поголем ризик за финансискиот систем. Комитетот разви методологија која вклучува и квантитативни показатели и квалитативни елементи за да се идентификуваат глобално и системски важните банки (SIBs). Дополнителните барања за апсорпција на загуба треба да бидат исполнети со заеднички фондови: CET1- потребниот капитал се движи од 1% до 2,5%, во зависност од системската важност на банката. За најголемите банки доплатата за резервација на дополнителната апсорпција на загуба од 1%, може да се примени како дестимулација за понатамошно зголемување на нивната глобална системска важност во иднина.<sup>109</sup> Одборот за финансиска стабилност објави стратешки документ кој имаше за цел координирање на целокупниот сет на мерки поставени од страна на глобалната SIFIs за намалување на моралниот hazard. Европската централна банка имаше за цел да им помогне на креаторите на политиката во операционализација на макропрудентната политика, а тоа се базираше на: а) способноста да се утврди соодветен тајминг за активирање или деактивирање на инструментот; б) на ефективноста на инструментот за постигнување на наведената политичка цел и в) на ефикасноста на инструментот во однос на анализата трошоци-користи.

---

<sup>109</sup> BIS (2013)- *Basel Committee on Banking Supervision Reforms-BASEL 3*, BIS, 2013

**ТАБЕЛА БР.16: МАКРОПРУДЕНТНАТА КОМПОНЕНТА И НОВИТЕ БАРАЊА НА БАЗЕЛ 3**

<b>СИСТЕМСКИ ЗНАЧАЈНИ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ</b>	<p>-Во пресрет на барањата на БАЗЕЛ 3, системски значајните финансиски институции мора да имаат повисок апсорпциски капацитет за загуби што е како резултат на повисокиот ризик на кој го изложуваат финансискиот систем.Комитетот разви методологија која вклучува квантитативни и квалитативни индикатори за да ги идентификува системски значајните банки. Дополнителните барања за апсорпција на загуба треба да бидат исполнети преку формирање на заеднички фонд кој ќе биде полнет од регулаторниот капитал: капиталните барања за обичниот сопственички капитал од приватен сегмент на банкарскиот капитал во износ од 1% до 2,5% во зависност од системското значење на банката. Со цел да се дестимулира дополнителниот раст на системската важност на една банка, можно е истата да биде оптоварена со дополнителен 1% капитално барање за апсорпција на загуба. Во соработка со Бордот за финансиска стабилност, Комитетот публикуваше и консултативен документ во кој се поместени сите мерки поврзани со намалување на моралниот хазард кај системски важните банки</p>	<b>СИТЕ БАНКИ</b>		
		<b>КАПИТАЛ</b>	<b>КАПИТАЛ</b>	
		<b>СТОПБ 1</b>		
		<b>ПОКРИВАЊЕ НА РИЗИК</b>	<b>КАПИТАЛ</b>	
		<b>СОДРЖАНА ПОТПОРА</b>		
<b>УПРАВУВАЊЕ СО РИЗИК И СУПЕРВИЗИЈА</b>	<b>КАПИТАЛ</b>			
<b>СТОПБ 2</b>				
<p><b>КВАЛИТЕТ И НИВО НА КАПИТАЛ</b>-Поголем фокус на обичниот сопственички капитал –капиталниот минимум ќе се зголеми на 4,5% од ризично –пондерираните средства по одбитоци.</p> <p><b>АПСОРПЦИЈА НА КАПИТАЛНАТА ЗАГУБА</b>-договорите за капиталните инструменти ќе вклучуваат клаузула со која надлежниот супервизорски орган по одлука да изврши конверзија или отпис на обични акции во случај на неодржливост на банката.Овој принцип ја зголемува одговорноста на приватниот сектор и го намалува моралниот хазард.</p> <p><b>КАПИТАЛНИ АМОРТИЗЕРИ</b>- се сосостојат од 2,5% од обичниот сопственички капитал-ризично пондериран со што вкупната стапка ќе изнесува 7%.Кога банката ќе влезе во тампон опсегот, надзорниот орган може да преземе ограничувачки мерки.</p> <p><b>КОНТРАЦИКЛИЧНИ АМОРТИЗЕРИ</b>-може да се движи во интервал од 0%-2,5% во зависност од одлуката на супервизорскиот орган т.е. од тоа дали кредитниот раст на банката учествува во создавање на системски ризик.</p> <p><b>СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА</b>-ги зајакнува капиталните третмани за одредени сложени хартии од вредност, бара од банките спроведување на поригорозна кредитна анализа за надворешно рангирани хартии од вредност.</p> <p><b>ТРГОВСКА КНИГА НА БАНКАТА</b>-значително повисок капитал за тргување и за активности со дериватни хартии од вредност и секјуритизација, содржани во трговската книга на банката.</p> <p><b>КРЕДИТЕН РИЗИК НА СПРОТИВНАТА ТРАНСАКЦИСКА СТРАНА</b>-значително зајакнување на рамката за мерење на кредитниот ризик на другата трансакциона страна. Вклучува построги барања за мерење на изложеноста, повисоки капитални издвојувања како покритие на банките за тргување со дериватни инструменти и за повисоки меѓусебни изложености.</p> <p><b>БАНКАРСКА ИЗЛОЖЕНОСТ НА СПРОТИВНАТА ТРАНСАКЦИСКА СТРАНА</b>-Комитетот предложи трговската изложеност на банкарската изложеност на спротивната трансакциска страна да биде квалификувана со ризик од 2% додадена на вобичаената изолженост на фондот-ќе биде капитализирана според дефинирана методологија.</p> <p><b>СТАПКА НА ПОТПОРА</b>-на ризично базираните средства кои ја вклучуваат и вонбилансната изложеност.Овие средства ќе служат како зајакнување на потребниот ризично-базиран капитал и ќе придонесат за системско зајакнување.</p> <p><b>ДОПОЛНИТЕЛНИ БАРАЊА НА СТОПБ 2</b>-Ова е упатено на менаџментот на банките и на менаџерите за управување со ризикот: вклучување на вонбилансни изложености и активности со хартии од вредност, менаџирање со концентрација на ризик, спороведување на иницијатива за банките подобро да управуваат со ризикот и поварт на средства на долг рок, спроведување на практики за обештетување, корпоративно управување и формирање на колеџи за супервизија.</p>				

	<p>РЕВИДИРАН СТОЛБ 3-ОТКРИВАЊЕ НА БАРАЊАТА-нововведените барања се однесуваат на изложеноста од хартии од вредност и вонбилансните активности. Проширените барања за дополнителен капитал се и во делот на потребата од пријавување на сметки на кои ќе се трансферира пропишаниот капитал како и инфилтрирање на сеопфатен систем за објаснување на тоа , како банката го пресметува регулаторниот капитал.</p>	<p>ПАЗАРНА ДИСЦИПЛИНА</p>	<p>СТОЛБ 3</p>	
<p>СТАПКА НА ПОКРИЕНОСТ СО ЛИКВИДНОСТ-бара од банките да располагаат со доволен квантум на високо-квалитетни ликвидни средства кои ќе издржат 30-дневно стрес сценарио дефинирано од страна на супервизорите.</p> <p>НЕТО СТАПКА НА СТАБИЛНО ФИНАНСИРАЊЕ-претставува долгорочен структурен сооднос дизајниран да одговори на ликвидносните неусогласености.Оваа стапка го опфаќа целиот биланс на осстојба и дава поттик, банките да користат стабилни извори на финансирање.</p> <p>БЕЗБЕДНО УПРАВУВАЊЕ СО ЛИКВИДНОСНИОТ РИЗИК И СУОПЕРВИЗИЈА- Насоките и принципите за безбедно управување со ликвидниот ризик и супервизија-, 2008 ги зема предвид научените лекции во текот на кризата и се базира на прегледи на добри практики за управување со ликвидниот ризик во банкарските организации.</p> <p>СУПЕРВИЗОРСКИ МОНИТОРИНГ- ликвидносна рамка која вклучува зеднички -унифицирани индикатори кои ќе им помогнат на супервизорите во идентификувањето на ликвидниот ризик на системско ниво.</p>		<p>ГЛОБАЛНИ ЛИКВИДНОСНИ СТАНДАРДИ И СУПЕРВИЗОРСКИ НАДЗОР</p>	<p>ЛИКВИДНОСТ</p>	

Извор: BIS (2013)- Basel Committee on Banking Supervision Reforms-BASEL 3, BIS, 2013

## **ПЕТТИ ДЕЛ**

# **ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ И МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКА СТАБИЛНОСТ ВО СЛУЧАЈОТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

## 5.1. СТРУКТУРА НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Нискиот степен на меѓусекторската поврзаност и недоволниот обем на вкрстена сопственост помеѓу одделни финансиски сегменти се клучни карактеристики на финансискиот сектор на Република Македонија. Едноставната пазарна структура и отсуството на сложени финансиски конгломерати, ја намалува можноста за нарушување на стабилноста на одделните финансиски институции како последица од прелевање на ризиците со кои тие се соочуваат. Според податоците на НБРМ, ако во 2010 година беше евидентирано забрзување на растот на средствата на финансискиот сектор, кое беше условено речиси во целост од растот на средствата на банките и на пензиските фондови, во 2012 година бавниот пораст на вкупните средства на финансискиот систем од 24 милиони денари или 6,5% т.е. за 2,7% помал во однос на остварувањето во 2011 година, се должи на забавениот раст на активата на банките, како и од негативниот раст и намалениот обем на активности на лизинг друштвата и штедилниците. Финансискиот сектор ја задржа релативно едноставната структура, со доминантната улога на банкарскиот систем и релативно мала улога на недепозитните финансиски институции. Најизразена е поврзаноста на останатите сегменти на финансискиот систем со банкарскиот сектор, преку капиталните вложувања на банките во другите институционални сегменти, а особено преку депонираните средства од страна на недепозитните финансиски институции во банките.



ТАБЕЛА БР.17: СТРУКТУРА НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ ВО Р. МАКЕДОНИЈА (2005 - 2012)

ВИД НА ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ	ВКУПНИ СРЕДСТВА (МИЛИОНИ ДЕНАРИ)								СТРУКТУРА ВО %								БРОЈ НА ИНСТИТУЦИИ								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ	0	1,242	3,124	5,037	8,752	12,494	16,131	21,315	0,0%	0,6%	1,26%	1,79%	2,9%	3,6%	4,3%	5,3%	0	2	2	2	4	4	4	4	
ЛИЗИНГ ДРУШТВА	2,276	2,735	4,980	8,623	8,588	8,509	9,278	6,952	1,4%	1,4%	2,02%	3,07%	2,8%	2,5%	2,5%	1,7%	2	2	4	8	9	10	10	10	
ДРУШТВА ЗА ЗАСТАПУВАЊЕ ВО ОСИГУРУВАЊЕ																									
ОСИГУРИТЕЛНИ БРОКЕРСКИ ДРУШТВА																									
ДРУШТВА ЗА ОСИГУРУВАЊЕ	13,618	14,608	11,075	11,920	12,202	12,518	12,934	13,067	8,6%	7,5%	4,48%	4,24%	4,0%	3,7%	3,5%	3,3%	10	10	12	12	13	14	15	15	
НЕДЕПОЗИТНИ	16,427	19,396	20,593	26,754	30,821	34,586	40,058	43,118	10,3%	9,9%	8,33%	9,52%	10,2%	10,1%	10,7%	10,8%	23	27	45	57	76	74	98	104	
ШТЕДИЛНИЦИ	1,955	2,327	2,887	3,449	3,283	2,986	3,163	2,827	1,2%	1,2%	1,17%	1,23%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	14	12	12	11	10	8	8	7	
БАНКИ	140,436	174,117	23,659	250,704	268,543	305,290	331,176	355,713	89,7%	90,1%	90,50%	89,25%	88,7%	89,0%	88,5%	88,5%	20	19	18	18	18	18	17	16	
ДЕПОЗИТНИ	142,391	176,444	226,546	254,153	271,825	308,276	334,339	355,713	89,7%	90,1%	91,67%	90,48%	89,8%	89,9%	89,3%	89,2%	34	31	30	29	28	26	25	23	

ВКУПНО	ДРУШТВА ЗА УПРАВУВА ЊЕ СО ПРИВАТНИ ФОНДОВИ	ДРУШТВА ЗА УПРАВВА ЊЕ СО ИНВЕСТИЦ ИСКИ ФОНДОВИ	ИНВЕСТИЦ ИСКИ ФОНДОВИ	БРОКЕРСК И КУЏИ	ДРУШТВА ЗА УПРАВУВА ЊЕ СО ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ	ДОБРОВО ЛНИ	ЗАДОЛЖИ ТЕЛНИ
158.818				359			
195.840				615			
247.139	43	15	66	1.088	202		
280.907	0	28	84	804	258		
302.646		40	152	754	333	6	8.746
342.862		26	170	468	401	44	12.449
374.397		16	257	411	452	112	16.019
398.831		14	329	310	508	191	21124
100,0%				0,2%			
100,0%				0,3%			
100,0%		0,01%	0,03%	0,44%	0,08%		
100,0%		0,01%	0,03%	0,29%	0,09%		
100,0%	0,02%	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	2,9%
100,0%	0,00%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	3,6%
100,0%		0,0%	0,1%	0,15	0,1%	0,0%	4,3%
100,0%		0,003%	0,1%	0,1%	0,1%	0,05%	5,3%
57	0			9			
58	4			11			
75	4	2	3	16	2		
86	4	5	8	20	2		
104		5	8	18	2	2	2
100		4	6	14	2	2	2
123	8	4	8	12	2	2	4
127	6	4	9	10	2	2	4

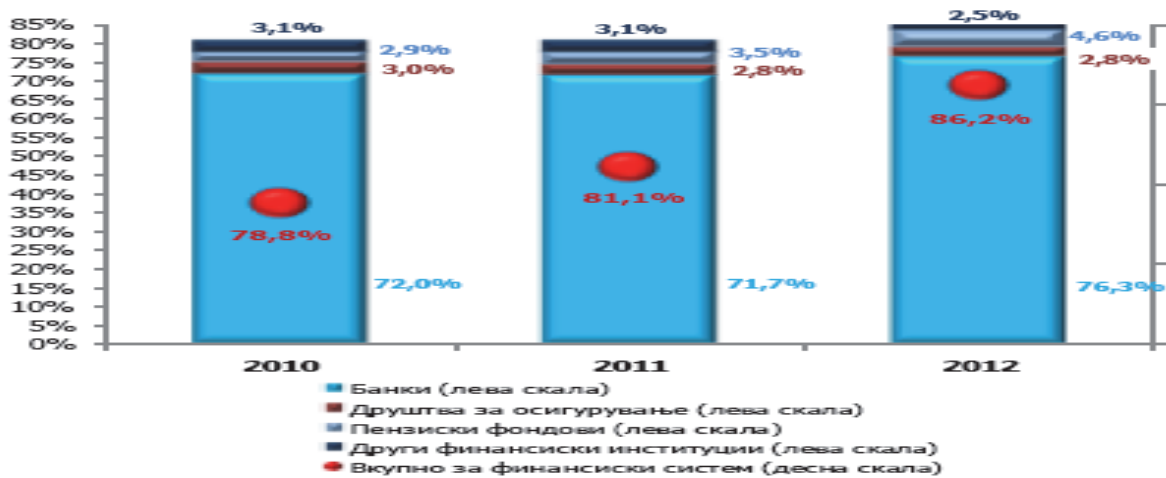
Извор:Извештаи за финансиска стабилност на Р. Македонија (2006-2012) , НБРМ

Финансискиот систем на Република Македонија се одликува со релативно едноставна структура и неразвиеност од аспект на видот на финансиските институции и асортиманот на производите и услугите коишто ги нуди и како и со недоволна меѓународна интегрираност, што беше еден од главните и најважни арбитери при налетитте на глобалната економска криза. И во 2012 година, банкарскиот систем со учество од 85,5% во вкупните средства на финансискиот систем, остана најзначаен

институционален сегмент за одржувањето на стабилноста на целокупниот финансиски систем. Иако со значително помало учество во однос на банкарскиот сектор, следни најзначајни институции во финансискиот систем се друштвата за осигурување и задолжителните пензиски фондови, коишто со подеднакво учество ја делат втората позиција по големина во рамки на активата на финансискиот сектор (учеството на друштвата за осигурување се намалува, додека учеството на пензиските фондови расте). Улогата на приватните пензиските фондови во голема мера се зајакна со темелната реформа и воспоставувањето повеќестолбен пензиски систем како комбиниран систем од јавно, тековно финансирано и приватно, капитално финансирано пензиско осигурување во Република Македонија, којашто започна во 2006 година со отпочнување на работењето на задолжителните приватни пензиски фондови.

Податоците на НБРМ говорат дека *вредноста на финансиската актива* се врати на нивоата од пред кризата, со зафатнина од 66 % од БДП на крајот од 2009 година на ниво од 80,29% од номиналниот БДП во 2010 година т.е. зголемено за 6,9% во однос на претходната година, додека овој процент во 2012 година изнесуваше 86,2% или раст од 6,3% во однос на 2011година. Сепак, споредбено со: Словенија 185%, Унгарија 162%, , Хрватска 144%, Чешка 136%, Полска 117,6%, Босна и Херцеговина 94,7%, Албанија 92,8% и Србија 91,8%, Македонија се наоѓа на последното место на скалилото. Притоа, се издвојува значењето, доминантноста и придонесот на банките, во споредба со останатите депозитни институции (штедилниците) и недепозитните финансиски институции, коишто имаат значително помало учество во процесот на финансиското посредување.

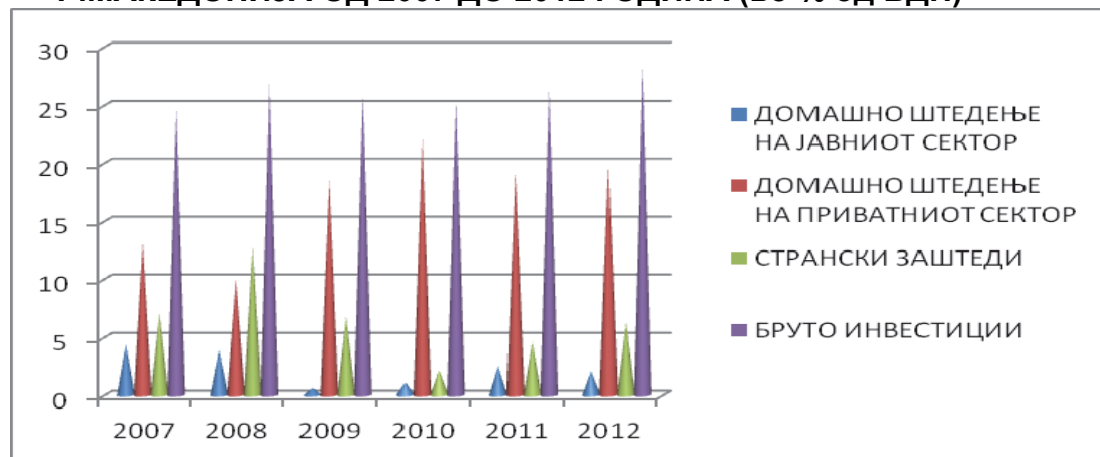
**ГРАФИКОН БР.28: УЧЕСТВО НА ФИНАНСИСКАТА АКТИВА ВО БДП (2010-2012)**



Извор: Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија за 2012 година, НБРМ, 8, 2013

Постоењето на доброфункционирачки, развиени и интегрирани финансиски систем и финансиски институции се рефлектира врз зголемување на конкуренцијата, квалитетот и видот на понудените финансиски услуги и инструменти, намалување на трошоците за финансиска интермедијација, што од друга страна го поттикнува штедењето во земјата како потенцијал за понатамошна инвестициона активност.

**ГРАФИКОН БР.29: НИВОТО НА ЗАШТЕДИ И БРУТО ИНВЕСТИЦИИ ВО Р.МАКЕДОНИЈА ОД 2007 ДО 2012 ГОДИНА (во % од БДП)**



Извор: NBRM, SSO, IMF, MOF, обработка на авторот

Карактеристично кај нас е доминантното учество на странскиот капитал во сопственичката структура на одделни финансиски сектори. Лизинг друштвата се издвојуваат како сегмент во речиси целосна странска сопственост, друштвата за осигурување се со високо присуство на странска сопственост, а од 2010 година и кај друштвата за управување со инвестициските фондови е значителна странската сопственост. Во сопственичката структура на брокерските куќи најзастапен е домашниот капитал, додека штедилниците, согласно регулативата се во целосна сопственост на домашни субјекти.

**ТАБЕЛА БР.18: СОПСТВЕНИЧКА СТРУКТУРА НА ОДДЕЛНИ ФИНАНСИСКИ СЕГМЕНТИ ВО 2012 ГОДИНА**

Сопственици	Банки	Штедилници	Друштва за осигурување	Брокерски куќи	Лизинг друштва	Друштва за управување со пензиски фондови	Друштва за управување со инвестициски фондови
<b>Домашни сопственици</b>	<b>25.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>20.3%</b>	<b>76.5%</b>	<b>5.4%</b>	<b>49.0%</b>	<b>24.0%</b>
Нефинансиски правни лица	8.3%	83.6%	2.7%	37.2%	5.0%	0.0%	0.0%
Банки	2.0%	0.0%	2.4%	3.4%	0.3%	49.0%	15.3%
Друштва за осигурување	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Други финансиски институции	0.6%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%
Физички лица	7.1%	16.4%	10.0%	35.9%	0.1%	0.0%	4.7%
Јавен сектор	6.5%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Странски сопственици</b>	<b>74.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>79.7%</b>	<b>23.5%</b>	<b>94.6%</b>	<b>51.0%</b>	<b>76.0%</b>
Физички лица	2.4%	0.0%	0.2%	7.2%	0.1%	0.0%	0.1%
Нефинансиски правни лица	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	19.5%	0.0%	3.2%
Финансиски институции	63.9%	0.0%	79.5%	16.3%	75.0%	51.0%	72.7%
<b>Недефиниран статус</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Вкупно</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Извор: За секој институционален сегмент, надлежниот супервизорски орган (НБРМ, КХВ, МАПАС, АСО и Министерството за финансии).

Забелешка: Учесството на домашниот и странскиот капитал во сопственичката структура се однесува на акционерскиот капитал/основната главнина на одделните финансиски институции.

Извор: Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2012, НБРМ, (08, 2013)

На пазарот функционираат 16 банки и 7 штедилници, учеството на банките во вкупната актива на секторот и во 2011 и во 2012 година изнесува 85,5 % а на небанкарските финансиски институции 11,5%.

Финансиското посредување е реалтивно ниско и покрај регистрираниот пораст на заемите од 42,7% на крајот на 2009 година на 43, 7% во средината на 2010 година како и порастот на депозитната маса од 46,2% на крајот на 2009 година до 48,6% во средината на 2010 година. Ниското ниво на финансиска интермедијација,

конзервативноста на банките, како и внимателната кредитна политика во значителен дел го контролираа влијанието на финансиската криза во националната економија. Во 2012 година дојде до одредено зголемување на степенот на финансиско посредување при што кредитите забележаа побрз годишен раст, во споредба со депозитите на нефинансиските субјекти, иако на пониско ниво во споредба со 2011 година. Скромниот кредитен раст е последица од раздолжувањето на странските матични банки и пред сè од повисокиот степен на претпазливост на банките при преземање на ризици.

## 5.2. ПРИМЕНА НА МОНЕТАРНОТО ПРАВИЛО ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Остварувањето и одржувањето на стабилноста на цените е базичен норматив во секоја економија, во функција на унапредување на економскиот раст и развој, ефикасен пазарен механизам, креирање и имплементирање на долгорочни планови, намалување на редистрибуцијата на даночните товари, зголемување на општествената благосостојба преку зголемување на продуктивноста и вработеноста итн.

Широко прифатени принципи од страна на секоја централна банка при водењето на монетарната политика се следниве шест принципи:

- ✓ На долг рок не постои размена помеѓу инфлацијата и невработеноста;
- ✓ Депрецијацијата на девизниот курс ја подобрува извозната конкурентност само привремено;
- ✓ Бизнес-заедницата инвестира само доколку очекува континуиран економски раст и стабилно макроекономско опкружување;
- ✓ Парите не се неутрални на краток рок;
- ✓ Каматните стапки се примарен инструмент во борбата против инфлацијата;
- ✓ Не постои прифатливо ниво на инфлација.

Овие принципи за спроведување на монетарна политика се засновани врз Friedman-Phelps моделот за природна стапка на невработеност, според кој, природната стапка на невработеност т.е. потенцијалната стапка на економски раст е детерминирана од страна на факторите на понудата и долгорочно може да биде променета само во услови на спроведување на структурни реформи. Кога економијата се движи по патеката на потенцијален економски раст, доаѓа до стабилизирање на нивото на цените.

Постојат три монетани стратегии кои на централните банки им се ставени на располагање во изборот за одржување на стабилноста на цените: стратегија на таргетирање на парична маса, стратегина на таргетирање на девизен курс и стратегија на инфлационо таргетирање.

Анализата на финансискиот систем во Р. Македонија ја потенцира улогата и значењето на банкарскиот систем во процесот на монетарна трансмисија и пред сè поради доминантноста на банкарскиот систем и заради застапеноста на банкарските кредити како најзначаен облик на финансирање. Таквата состојба се должи на сè уште недоволно развиените финансиски пазари и институции, како и поради скромната понуда на финансиски инструменти. Генерирањето на лоши пласмани, високиот степен на концентрираност на банките, високиот кредитен ризик на кој е изложена централната банка како резултат на работата на комерцијалните банки, нискиот доход и ниската склоност кон штедење, каматната нереспонзивност на банките се причини кои го оневозможуваат функционирањето на кредитниот и каматниот канал.

Р. Македонија е мала и отворена економија во која надворешната трговска размена опфаќа 80% од БДП. Во земјава од осамостојувањето па сè до 1995 година се употребуваше стратегијата за таргетирање на паричната маса, а од октомври 1995 година и до ден денес се применува стратегија на фиксен девизен курс, како интермедијарна цел на монетарната политика. На овој начин, монетарните власти прифаќаат откажување од независната монетарна политика. Монетарниот раст во економијата станува ендогена варијабла детерминирана од монетарниот раст во земјата за чија валута е врзана домашната валута т.е. денарот, а со цел одржување на цената на фиксниот девизен курс. До 2001 година врзувачка валута беше германската марка, а потоа станува еврото. Притоа, имаме сигурност во стабилноста на една цена-девизниот курс, но максимална варијабилност на другите цени на финансиските пазари, посебно на каматните стапки и во реалниот сектор-производството и вработеноста. Девизниот курс не се смета за важна цена затоа што не се определува на девизните пазари и во

себе не ги вклучува важните пазарни информации кои се слеваат на финансиските пазари.<sup>110</sup>

Здравоста, довербата и кредибилитетот на монетарните институции и развиеноста на финансискиот систем се основен критериум при изборот на монетарното правило. Земјите со слаби монетарни институции и недоволно развиени и интегрирани финансиски системи се упатени на фиксни девизни курсеви, за на тој начин да се увезе кредибилитетот и довербата на соодветната странска монетарна институција, за чија што валута се врзува домашната валута. Од тој аспект, приоритет е изградба на здрави, стабилни и доверливи монетарни институции за потоа да се одбере и оптимално монетарно правило кое би било во функција не само на стабилност, туку уште повеќе и на раст и развој на самата економија.<sup>111</sup>

Притоа, при спроведувањето на стабилизациони програми со девизен курс како номинално сидро можат да се идентификуваат следниве емпириски регуларности:<sup>112</sup>

- Бавна конвергенција на стапката на инфлација кон стапката на девалвација, т.е. инфлацијата опаѓа постепено;
- Иницијален пораст на економската активност, посебно на приватната потрошувачка и реалниот раст на БНП, проследен со подоцнежна контракција: циклус на бум и рецесија;
- Силно изразена перманентна реална апрецијација на домашната валута;
- Влошување на состојбата на трговскиот биланс и трговската сметка;
- Неодреден ефект врз реалните каматни стапки (опаѓаат кај ортодоксните, а растат кај хетеродоксните програми);
- Иницијален пад на брзината на оптек на парите, со постепен пораст и остар скок при крајот на програмата;
- Големо фискално приспособување.

Помеѓу недостатоците на стратегијата на таргетирање на девизниот курс се подвлекуваат и губењето на можноста за водење на самостојна економска политика наспроти увозот на манетарната политика на земјата – сидро, апрецираниот девизен курс кој повлекува влошена надворешна рамнотежа, можноста да се влијае на

<sup>110</sup> Бишев Глигор (2004)- „Монетарната политика во функција на развојот и стабилноста на националната економија“ во Зборник *Макроекономската стабилност и економскиот раст во Р.Македонија*, ЗОР, МФРМ, ГТЗ, 200

<sup>111</sup> Трлески Љубе (2004)-„Улогата на монетарната политика во создавањето на поволен амбиент и одржлив економски развој“ во *Зборник: Макроекономската стабилност и економскиот раст во Р. Македонија*, ЗОР, МФРМ, GTZ, 2004

<sup>112</sup> Петрески Горан (2003) – *Монетарна политика, теорија и искуство на Р.Македонија*, УКИМ, 2003



врамотежнување на цените само на разменливите стоки и услуги, но не и на неразменливите (секторот на услуги), зголемената ранливост на апрецираните валути од шпекулативни напади кои предизвикуваат огромни трошоци и загуби на девизни резерви, верувањето дека фиксираниот девизен курс сам по себе може да ја контролира инфлацијата, без притоа да се обезбедат фундаменти за здрава и кохерентна макроекономска политика итн. Интересен е податокот дека во 1975 година 87% од земјите во развој имале некој тип на врзани девизни курсеви, за во 1996 година тој процент да изнесува само 50%.

Дел од економистите во земјава сметаат дека стратегијата на фиксен девизен курс станува неодржлива од аспект на цената која што ја плаќа ралниот сектор (сузбивањето на флукуациите на девизниот курс е за сметка на нестабилноста на високите каматни стапки) и се залагаат за нејзина замена со правилото на инфлационо таргетирање (од неодамна прифатено и кај нашиот северен сосед) и раководено флукуирачки курс, кое пак од друга страна претпоставува функционирање во земјата на монетарни институции со висок кредибилитет, доверба и респектабилност.

Сепак, искуството покажало дека успехот или неуспехот во остварената динамика на економскиот растеж, во намалувањето на невработеноста и борбата против сиромаштијата не е децидно условен од изборот на режимот на девизен курс, туку е првенствено детреминиран од односот на земјите спрема фискалната политика и од примената од соодветни структурни стратегии. Макроекономската стабилност сама по себе не може да биде крајна цел во ни една економија туку истата е неминовен услов за економскиот раст и развој и треба да биде во функција на економскиот раст и развој. Можеби затоа, во земјава постои мислење дека *во блиска иднина е потребно прифаќање на некој пофлексибилен режим на валутен паритет и постепено отварање на капиталната сметка што би овозможило и извесен степен на заштита на платниот биланс од екстерните шокови. Се смета дека повеќе не е потребно да се лицитира помеѓу стапката на раст на БДП и стапката на инфлација и наместо тоа треба да се пристапи кон пофлексибилна макроекономска политика која освен стабилизациона нишка би имала и развојна компонента.* Но сепак, останува фактот дека економскиот раст не зависи од режимот на девизниот курс, туку за постигнување на

одржлив раст и развој е потребно, истиот да биде реален и непреценет. Девалвацијата на домашната валута нема ефект врз одржливо зголемување домашната конкурентност, затоа што тоа на долг рок би продуцирало раст на стапката на инфлација т.е. на крајот реалниот девизен курс би останал непроменет. Кога се разгледуваат ваквите можности за макроекономската национална политика, никако не смее да се исклучи фактот дека Македонија е мала и отворена економија и дека заканите и неизвесностите од тековната, сега веќе должничка економска криза, се во полн ек т.е. претставуваат уште еден, нов и дополнителен предизвик за економските власти во земјава.

### 5.3. МАКРОЕКОНОМСКАТА СОСТОЈБА ВО Р. МАКЕДОНИЈА

По осамостојувањето во 1991 година, во Р. Македонија започнаа да се удираат темелите на пазарната економија. Паралелно со процесот на сопственичка трансформација во реалниот сектор, се вршеше санација во банкарскиот сектор. Поради високата стапка на деликвентни кредити, банките девизниот потенцијал го чуваат во странски банки и не го пласираат во домашната економија. Во банкарскиот сектор доминираат девизните заштеди на граѓаните, високите долгови спрема нерезиденти и деликвентни кредити – трошоци кои го превзеде државата (трошокот за санација на банкарскиот сектор достигнува 30,3% од БДП во однос на Бугарија, која има издвоено 41,6% од БДП<sup>113</sup>) со што се вбројува во еден од најскапите санациони процеси во светот). Истовремено се креираше новата законска инфраструктура и регулатива, се поставуваа темелите на македонската берза итн. Во отсуство на конзистентна макроекономска и структурно-развојна политика, како горливи проблеми во овој период се наведуваат: намалувањето на општествениот производ, дефицитот во платниот биланс, ниското ниво на штедење во земјава и недовербата во банкарскиот систем,

<sup>113</sup> Љубе Трпески (2002)-„Макроекономската стабилност и структурните реформи во банкарството во Р.Македонија,, Интернет архива на НБРМ, 2002

неразвиеноста на финансискиот систем, високата невработеност, неефикасното судство, недоследното спроведување на законите, недоследната заштита на приватната сопственост, инсајдерската приватизација, корупцијата, неефикасните државни институции, нефункционалниот пазар на работна сила итн.

На почетокот на 1992 година во Македонија е забележан раст на цените од над 50% што ќе повлече креирање и спроведување на Антинфлациона програма, а подоцна и на Стабилизациона програма. Кога на сето тоа ќе се додаде дека во земјава се случила и низа политички нестабилности кои кулуминираа во 2001 година, станува јасно зошто Македонија ни оддалеку не беше атрактивна дестинација за СДИ<sup>114</sup>, ниту пак ова беше опкружување кое што овозможува економско и општествено закрепнување, растење и развивање. Стабилизационите политики и програми се одвиваа во соработка со ММФ, а структурните реформи со Светска банка, при што и покрај недостатоците и преголемата рестриktivност во пристапот, земјава добиваше значајна финансиска поддршка од овие институции во форма на кредитни пласмани за платно-билансна поддршка или за конкретни проекти по многу поповолни услови од оние на пазарот на капитал. Македонија доби поддршка од двете институции и за време на косовската криза (1999 година) и за време на конфликтот во 2001 година, кога и беа достапни инструментите и аранжманите за конфликтни и постконфликтни состојби, а освен тоа, соработката со овие институции и обезбедија билатерална помош од развиените земји, од ЕУ и од други меѓународни институции. Долгогодишната рестриktivна монетарна политика во функција на одржување на фиксниот девизен курс како основно економско сидро и стабилноста на цените, повлекоа невклученост на пазарните информации во цената на девизниот курс и на високите каматни стапки и неактивен реален сектор. Беше маргинализирано креирањето и имплементирањето на структурни реформи кои вистински би можеле да обезбедат поттикнивање на економски и општествен раст и развој. Како и да е, редуцирањето на агрегатната побарувачка и рестриktivната монетарна политика не успеаја да ги остварат единствените индикатори - мерки за успешна и ефикасна моакроекономска политика: висок животен стандард и ниска невработеност. Во интервалот од 2000 до 2008 година, со исклучок на 2001 поради

---

<sup>114</sup> СДИ е кратенка за странски директни инвестиции

безбедносната криза, забележлив е благ тренд на пораст на БДП *per capita* (иако во 2002 година растот на БДП е дури за 20% помал во однос на 1989 година) и на индустриското производство. Од 2005 до 2008 година е забележан значаен пораст на извозот, раст на домашната побарувачка, зголемување на продуктивноста, интензивирање на инвестиционата и производната активност во сите сектори и зголемување на економската активност. Највисока стапка на раст на БДП е постигната во 2007 година од 5,9% а во 2008 година (пред почетокот на кризата) растот изнесува 4,9%. Во изминатиот период, паралелно со економското реструктурирање и закрепнување, следат ангажманите на државниот врв за остварување на трите копенхагшки критериуми за влез на земјата во Европската Унија: јакнење на државните институции и ефикасноста на државната администрација, хармонизација на националните стратегии и закони со оние на Европската Унија и унапредување на остварувањето и почитувањето на човековите права. Потоа следува периодот на започнување на глобалната економска криза–рецесија каква што историјата не забележала по големата депресија.

*Влијанието на финансиската криза во македонската економија остана релативно ограничено заради скромната изложеност на финансискиот сектор на токсичните средства, заради домашната финансиска неразвиеност и неинтегрираност со меѓународните финансиски пазари, заради крајно конзервативната и традиционална банкарска политика, како и заради релативно стабилниот прилив на приватните дознаки и цврстата домашна потрошувачка.*

Просечниот БДП по жител во однос на просекот во ЕУ-27 за 2009 година се подобри за 35%.<sup>115</sup>

---

<sup>115</sup> Податокот е преземен од дата банка податоците на ЕЦБ

**ТАБЕЛА БР.19 : МАКРОЕКОНОМСКИ ИНДИКАТОРИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА:  
ПРОЦЕНТУАЛНА ПРОМЕНА ОД ГОДИНА ВО ГОДИНА (АКО ПОИНАКУ НЕ Е  
НАВЕДЕНО)**

ГОДИНА	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
РЕАЛЕН БДП	6.1	5.0	-0.9	2.9	2.8**	-0,2**	3.2	4.2	4.0
РЕАЛНА ДОМАШНА ПОБАРУВАЧКА	9.2	6.7	-3.3	-0.1	2.4**	-1.4**	3.8	3.9	3.4
ПРИВАТНА ПОТРОШУВАЧКА	7.7	6.9	-4.9	0.5	2.9**	-1.2**	3.4	3.6	3.5
ЈАВНА ПОТРОШУВАЧКА	0.2	8.1	0.6	-0.4	0.6**	-2.2**	3.9	3.4	2.2
ИЗВОЗ (ВОЛУМЕН)	12.0	-7.0	16.0	24.1	10.5**	0.00**	5.6	12.1	8.8
УВОЗ (ВОЛУМЕН)	16.3	0.0	15.3	11.4	10.4**	4.2**	6.0	8.9	6.2
ПРИДОНЕС ВО РАСТОТ									
ДОМАШНА ПОБАРУВАЧКА	10.8	8.1	-4.1	-0.1	5.1	2.7	4.5	4.6	4.1
НЕТО ИЗВОЗ	-4.6	-3.1	3.2	1.9	-1.6	-0.7	-1.3	-0.5	-0.1
ВЛАДИНИ ОПЕРАЦИИ (% ОД БДП)									
ПРИХОДИ	32.2	32.5	30.5	30.1	31.5	30.7	30.8	30.9	31.0
РАСХОДИ	31.6	33.4	33.2	32.5	34.0	33.4	33.3	33.1	33.0
ОД КОИ: КАПИТАЛ	3.8	4.9	3.3	3.6	5.0	4.7	5.1	5.1	5.2
СОСТОЈБА	0.6	-0.9	-2.7	-2.5	-2.5	-2.6	-2.5	-2.2	-2.0
ШТЕДЕЊЕ И ИНВЕСТИЦИИ (% ОД БДП)									
ДОМАШНО ШТЕДЕЊЕ	17.6	14.0	19.1	23.3	21.7	21.8	22.5	23.1	23.5
ЈАВНО	4.4	3.9	0.6	1.1	2.5	2.1	2.6	2.9	3.2
ПРИВАТНО	13.2	10.0	18.5	22.1	19.2	19.8	19.9	20.2	20.3
НАДВОРЕШНО ШТЕДЕЊЕ	7.1	12.8	6.8	2.2	4.6	6.3	6.6	6.0	5.5
БРУТО ИНВЕСТИЦИИ	24.6	26.8	25.9	25.4	26.4	28.2	29.1	29.0	29.0
ПОТРОШУВАЧКИ ЦЕНИ									
СРЕДЕН ПЕРИОД	2.3	8.4	-0.8	1.5	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
НА КРАЈ НА ПЕРИОД	6.7	4.1	-1.6	3.0	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
СОСТОЈБА НА ТЕКОВНА СМЕТКА (%ОД БДП)	-7.1	-12.8	-6.8	-2.2	-4.6	-6.3	-6.6	-6.0	-5.5
БРУТО ОФИЦИЈАЛНИ РЕЗЕРВИ ВО МИЛИОНИ ЕВРА	1,524	1,495	1,598	1,715	1,846	2,042	2,107	2,420	2,805
МЕСЕЧНА ПОКРИЕНОСТ НА УВОЗ	3.6	4.4	4.2	3.6	3.7	3.7	3.7	4.0	4.4
СТРАНСКИ ДИРЕКТНИ ИНВЕСТИЦИИ (% ОД БДП)	8.5	6.1	2.0	2.3	3.5	2.6	4.5	5.0	5.0
НАДВОРЕШЕН ДОЛГ(% ОД БДП)	47.6	49.2	56.4	59.5	57.8	61.8	62.3	63.8	65.6
НОМИНАЛЕН БДП (МИЛИЈАРДИ ДЕНАРИ)	365	412	411	427	458	477	501	534	567
НОМИНАЛЕН БДП (МИЛИОНИ ЕВРА)	5,965	6,720	6,703	6,944	7,483	7,760	8,153	8,682	9,212

\*ПОДАТОЦИТЕ ЗА 2011,2012,2013,2014 И 2015 ГОДИНА СЕ ПРОЕКЦИИ

\*\*ПОДАТОКОТ Е РЕАЛЕН (НЕПРОЦЕНЕТ)

Извор: NBRM, SSO, MOF, IMF

Економската активност во 2010 година, по умерениот пад во 2009 година се карактеризираше со постепено закрепнување, што се должеше најмногу на растот на извозната побарувачка кај нашите најголеми трговски партнери и на цените на металите, што влијаеше позитивно врз домашниот извозен сектор. Во услови на засилување на *растот на депозитниот потенцијал и поволна ликвидносна позиција на банкарскиот сектор*, позитивен импулс за домашната економска активност создаде *двојно повисокиот раст на кредитната поддршка* на приватниот сектор, во однос на 2009 година. Економскиот раст беше поддржан и од позитивниот импулс на *фискалното трошење врз домашните инвестиции*. Во такви услови, почнувајќи од вториот квартал на 2010 година беше забележано постепено закрепнување и на домашната побарувачка. Во 2012 година е регистриран пад на БДП за 0,2% што е како резултат на падот на личната потрошувачка и намалување на извозот. *Негативното салдо на тековната сметка* по трендот на намалување од -7,1% во 2007, на -12,8% во 2008, -6,8% во 2009, -2,8% во 2010 година, бележи раст во 2012 година и изнесува -3,9% од БДП. Релативно брзото надолно прилагодување од нивото на дефицитот на тековната сметка што ги отсликува подобрувањето во салдото на трговската размена и силниот раст на приватните трансфери, е прекинато во 2012 година како резултат на зголемениот дефицит од 1,3% од БДП на трговската сметка, а како резултат на зголемениот увоз на енергија и повисоките цени на енергенсите. Континуируаниот раст на девизните резерви кои на крајот од 2012 година го достигнаа највисокото ниво од 29,2% од БДП и обезбедија над четиримесечно покривање на увозот на стоки и услуги, создадоа позитивна клима на *доверба во стабилноста на девизниот курс*. Тоа придонесе за силен раст на нето-приливите од приватни трансфери кои во средината на 2009 година учествуваа со 18,8% во БДП и овозможуваа „покривање“ на над 90% од трговскиот дефицит за во 2012 година истите да достигнат највисоко ниво од 21,5% како сооднос со БДП. И покрај солидното макроекономско опкружување во земјава и високата ликвидност на глобалниот пазар на капитал, истото *немаше значителен придонес за капиталните приливи* во домашната економија. Нето приливите на капиталната и

финансиска сметка (без официјалните резерви) во 2010 година беа пониски за 53,3% или за 4 % од БДП во однос на претходната година (НБРМ 2011).

Главните ризици за макроекономската перспектива произлегуваат од меѓународното економско опкружување. Двата примарни ризици се однесуваат на *нагорните инфлациски притисоци*, коишто започнаа кон крајот на 2010 година, во услови на растечки тренд на светските цени на храната и нафтата и неизвесноста во врска со *идната динамика на економската активност и побарувачката за увоз кај нашите најголеми трговски партнери*. Проблемите со стабилноста и одржливоста на *јавните финансии* во еврозоната се големи и создаваат негативни преносни ефекти врз можностите за побрзо економско закрепнување кај истата, со што ја доведуваат во прашање идната динамика на извозната побарувачка. Помалата побарувачка за македонските извозни производи би имала негативно влијание врз идната динамика на домашната економска активност и би создала негативни притисоци врз платнобилансното салдо, односно надворешната позиција на земјата. Од друга страна, нестабилноста на финансиските пазари, *кризата на опстојот на еврото* и потребата за рефинансирање на високиот јавен долг во евро-зоната, во следниот период може значително да го отежне и/или да го поскапи пристапот до капитал на глобалните пазари. Во такви услови значително се *ограничува можноста на државата за екстерно финансирање* на надворешниот долг и фискалниот дефицит што беше видливо во првата половина од 2011 година, кога Р. Македонија изврши промена во планираната структура на надворешното задолжување и наместо планираното издавање на Еврообврзницата, искористи дел од расположливите средства од склучената Кредитна линија за претпазливост со Меѓународниот монетарен фонд. Со цел да се намали изложеноста на ризиците од променливите услови за надворешно финансирање, носителите на економските политики, пред сè *фискалната политика*, би требало да преземат активности за развој на домашниот пазар на јавен долг, особено на подолги рочности, но без притоа да се наруши кредитната поддршка на приватниот сектор. Во такви услови, од особена важност ќе биде одржувањето на планираните ниски буџетски дефицити. Во 2009 година, наместо очекуваното зголемување за 6% на буџетските приходи, се случи нивно намалување за 6%, па затоа, во функција на објавените цели за

буџетски дефицит од 2,8% во 2009 година и 2,5% во 2010 година, а земајќи ги предвид и даночните олеснувања на некои од јавните и приватните претпријатија и зголемувањата на социјалните трансфери и субвенции (сето во износ од околу 1% од БДП), властите го намалија капиталното трошење за истиот износ. Вкупната *надворешна задолженост* на македонската економија во 2010 година продолжи да расте. По зголемувањето за 7,5% од БДП во 2009 година, бруто надворешниот долг на Република Македонија во 2010 година се зголеми за дополнителни 5,8% и на крајот на годината изнесуваше 62,4% од БДП. Надворешниот долг во 2012 година порасна на 5 163 милиони евра или 68,6% од БДП. Водењето на контрациклична фискална политика во 2012 година се рефлектираше со буџетски дефицит од 3,8%, а ова пак имплицира зголемување на јавниот долг во износ од 33,8% од БДП.<sup>116</sup>

*Невработеноста* во 2009 година беше 32,2% и продолжи да се зголемува. Во 2010 година вработеноста се намали за 1%. Околу 20% од невработените се на возраст меѓу 15 и 24 години и иако постоењето на значителен неформален сектор (сива економија) води кон преценување на фактичката невработеност, сепак останува предизвикот на земјава за коренито решавање на овој горлив проблем. Во 2012 година стапката на невработеност изнесува 31%, додека стапката на вработеност во 2011 и 2012 година изнесува 38,9%. Приватниот сектор учествува со околу 81% во вкупното производство, а со 78% во вкупната вработеност.

Продолжувањето на *нагорниот тренд на светските цени* на нафтата и храната и во 2011 година го зголеми ризикот од неизвесноста во врска со времетраењето и јачината на нагорните ценовни притисоци. Притоа, остварувањето на негативните ефекти од овој ризик би можело да се случи преку два основни точки на влијание: инфлациските очекувања на домашните субјекти и надворешната позиција на земјата. Евентуалното пресликување на инфлациските притисоци врз инфлациските очекувања на домашните субјекти би можело да доведе до притисоци на девизниот пазар. Од друга страна, растечките светски цени на енергентите и храната, преку нагорниот притисок врз вредноста на увозот, би можеле негативно да се одразат и врз салдото на

<sup>116</sup> Податоците се преземени од Извештаи на НБРМ за финансиска стабилност од 2010 до 2013 година



надворешно-трговската размена. Стапката на инфлација во земјава во 2011 година изнесуваше 3,9% а во 2012 година се намали на 3,3%.

Зголемувањето на позитивниот јаз меѓу расположливиот доход и личната потрошувачка во 2010 година обезбеди годишен *раст* и на *стапката на штедење на домаќинствата*. Во 2012 година стапката на штедење, иако бележи раст е негативна и изнесува -0,8%. Воедно, вложувањата во депозити кај домашните банки и штедилници имаа најголем придонес за растот на финансиската актива на домаќинствата. Во најголем дел изворите на финансирање на домашните банки отпаѓаат на депозити од домаќинствата, при што овој сектор претставува значаен доверител на банкарскиот систем и секое евентуално остварување на ризиците од реалниот сектор на кои се изложени домаќинствата, може да има негативни ефекти врз ликвидното и стабилното работење на домашните банки. Во 2010 година, и покрај значително подинамичниот раст на долгот на домаќинствата на годишна основа, задолженоста мерена преку учеството на долгот во бруто домашниот производ (18,7% од БДП) и во расположливиот доход незначително се зголеми. Од вкупната задолженост на домаќинствата кон банките, и понатаму најголем дел (од 72,1%) се однесува на задолженоста за потрошувачка (потрошувачки кредити, автомобилски кредити, тековни сметки, кредитни картички и останати кредити).

Во 2012 година корпоративниот сектор бележи пад на додадената вредност како резултат на неизвесното надворешно опкружување и падот на активноста на земјите кои се наши најважни трговски партнери, а со тоа и на падот на побарувачката за извоз на македонски производи, што од друга страна повлекува и намалена инвестициона и трговска активност во домашната економија. Обемот на активности и остварувањата на корпоративниот сектор, во најголема мера, го условуваат расположливиот доход и воопшто финансиската моќ на населението. Евентуалното намалување на бројот на вработени во домашниот корпоративен сектор и/или на износот на нето-плати, може негативно да се одрази на капацитетот на населението за редовно сервисирање на долгот, што натаму неповолно би се одразило и на стабилноста на финансискиот (пред сè, банкарскиот) систем.<sup>117</sup>

<sup>117</sup> НБРМ (06-2011) - Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2010 година, НБРМ, 2011

#### 5.4. ПАЗАРОТ НА ПАРИ И КРАТКОРОЧНИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ

На почетокот на транзициониот процес состојбата во земјава ја карактеризираа отсуство на понуда на краткорочни хартии од вредност, висока ризичност при купувањето и продавањето на краткорочни хартии од вредност и при одобрувањето на краткорочни парични позајмици, раширена финансиска недисциплина и сл.

Пазарот на пари во Р. Македонија до 2006 година се состоеше од: а) институционален пазар и б) директен пазар. На првиот пазар, банките тргуваа преку институцијата Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност (институција кој им даваше на банките информации за понудата и цената на ликвидните средства и за услугите наплатуваше провизија), а на вториот пазар, банките во директна комуникација тргуваа меѓу себе со ликвидни средства. Вториот пазар и официјално (растеретен од трансакционите трошоци) го потиснува првиот во мај 2006 година. На директниот пазар банките тргуваат преку референтаната каматна стапка СКИБОР, а околу половина од трансакциите на овој пазар се преку ноќ, со рочност од еден ден. Меѓубанкарскиот пазар е релативно мал, што зборува за високата ликвидност на македонските банки.

Поради малата понуда на инструменти, плиткиот секундарен пазар и нискиот степен на интегрираност во меѓународните финансиски текови, пазарот на пари во Република Македонија сè уште има скромно значење за финансискиот систем. Меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити е со учество од 8,4% во вкупниот промет, додека девизниот пазар со учество во прометот од 91% има главен удел на пазарот на пари. Останатите пазарни сегменти како пазарот на краткорочни хартии од вредност и репо-пазарот имаат незначително учество, додека пазарот на деривати целосно отсуствува. Основните инструменти на тргување на примарниот пазар на пари се благајничките записи на централната банка и државните хартии од вредност. Тргувањето на **секундарниот пазар** е сè уште мало и незначително.

Во текот на 2009 година вкупниот износ на издадени благајнички записи изнесуваше 147 027 милиони денари (намалување за 47,3% во однос на 2008 година), а на крајот на

2010 година издадените **благајнички записи** изнесуваа 25.942 милиона денари, што е годишно зголемување за 10 096 милиони денари (или 63,7%) во однос на претходната година, додека во 2012 година е остварен износ на записи издадени од Министерство за финансии за 89,6% поголем во однос на 2011 година. И покрај намалувањето на основната каматна стапка сведена на историски најниското ниво од 3,75% (еден од обидите на монетарните власти за олабавување на монетарната политика покрај девизните откупни интервенции и ограничениот износ на понудени благајнички записи за откуп) зголемениот интерес за благајнички записи се должи на зголемената ликвидност во вкупниот банкарски систем, карактеристиките на овој инструмент, склоноста на банките кон инвестирање во нискоризични инструменти поради присутната неизвесност од ефектите од меѓународната финансиска криза, како и на промените во начинот на пресметување на минималните стапки на ликвидност пропишани од страна на Народната банка. Наспроти тоа, на пазарот преку шалтер и во 2010 година продолжи надолжниот тренд на тргување со благајнички записи. Истргуваниот износ на овој инструмент во 2010 година изнесуваше 250 милиони денари, или помалку за 90 милиони денари во однос на претходната 2009 година. НБРМ во 2008 година го промени типот на тендер на аукции на благајнички записи од тендер со каматни стапки на тендер со износи (неограничен) со фиксни каматни стапки, но во февруари 2011 година, со воведувањето на новиот инструмент - записите на шестмесечни депозити, оваа можност се ограничи само на средствата вложени кај Народната банка врз основа на новиот инструмент.

**Класичните државни записи** ги издава Министерството за финансии. На крајот од 2007 година државните записи изнесуваа 2,3% од БДП, а повеќе од половина беа емитирани за монетарни цели. Записите имаат единечна вредност од 10 000 денари, а се продаваат по пат на аукции преку различни видови на тендери. Во јуни 2009 година се воведоа и државни записи со девизна клаузула кои вградуваат клаузула за заштита од валутниот ризик и обезбедуваат голема ликвидност. Секундарното тргување со државни записи поради високите трансакциони трошоци воопшто не се одвива на Македонската берза. Во 2005 година Министерството за финансии и НБРМ создадоа шалтерски пазар за тргување со државни записи помеѓу банките и нивните клиенти при

што не се наплатуваат трансакциони трошоци, а банките вклучени во трансакцијата осваруваат добивка од разликата помеѓу куповната и продажната цена. Најголеми купувачи на државните записи се приватните пензиски фондови. Како резултат на намалена побарувачка за државните записи која повлече и намалена понуда на истите, нивната реализацијата во однос на претходните години забележа забавување во растот. Износот на издадените државни записи во 2009 година изнесуваше 31 732 милиони денари (127% зголемување од претходната 2008 година), а на крајот на 2010 година беше 19 036 милиони денари (зголемување за 57,1% во донос на претходната година). Имено, во структурата на државните записи коишто беа издадени во текот на 2010 година, забележително е тоа што започна процес на инвестирање на подолг рок, при што најголемо учество од 90,3% имаа државните записи со рок на достасување од 6 месеци, од кои 89,9% беа со валутна клаузула. Во 2010 година, вкупниот истргуван износ на државни записи на пазарот преку шалтер се намали за 95 милиони денари (22,1%) и изнесуваше 334 милиони денари (НБРМ, 2011). Во 2012 година од вкупниот промет на пазарот преку шалтер, 54% се препишува на државните записи, а нивното учество во вкупниот годишен раст на прометот изнесува 61,7%.

Поради ниските нивоа на тргување со благајничките и државните записи, **меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити** останува и се потврдува како главен двигател на пазарот на пари на национално ниво. Сепак станува збор за плиток пазар и тргување на релативно мали износи претежно на еден ден. Вкупниот истргуван износ на овој пазар во 2008 година изнесуваше 45 758 милиони денари, во 2009 година се зголеми на ниво од 62 606 милиони денари, а во 2010 година изнесуваше 52 246 милиони денари, при што овој износ и понатаму најмногу се должи на депозитите со рочност до еден ден (89% учество). Во споредба со 2009 година, тргувањето на меѓубанкарскиот пазар во 2010 година бележи намалување од 10 361 милиони денари, односно 16,5%. Во 2012 година вкупниот промет на овој пазар изнесуваше 42 540 милиони денари или раст за 32,2% во однос на 2011 година.

Прометот на **меѓубанкарскиот пазар на обезбедени депозити** (репо меѓубанкарски трансакции) во 2012 покажува благо заживување и изнесува 331 милиони денари.

Најголемите ризици за домашната финансиска стабилност доаѓаат од евентуално неповолните движења на девизниот пазар т.е. стабилноста на девизниот курс на денарот е од исклучително високо значење за финансиската и макроекономската стабилност во националната економија. Во 2010 година, учеството на прометот на **девизниот пазар** во БПД не забележа промена во однос на претходната година (89,2%) и изнесуваше 6 151 милиони евра, што е зголемување од 3,1% во однос на 2009 година. За разлика од тоа, во 2009 година овој промет беше помал од претходната 2008 година за 12,5%. Во 2012 година овој промет изнесуваше 92% од БДП т.е. 7 461 милиони евра или зголемување од 1,4% во однос на 2011 година. Поради зголемениот обем на приливи на тековната сметка поврзани со финансиските и трговските трансакции на претпријатијата, придружени со раст на дознаките на приватни трансфери, а во насока на одржување на номиналниот девизен курс на денарот во однос на еврото, во 2012 година НБРМ спроведе нето-откуп на девизи во износ. Како резултат на должничките потреси во евро-зоната, вредноста на еврото во континуитет депрецира во однос на американскиот долар, британската фунта и швајцарскиот франк и јапонскиот јен што предизвика и намалување на вредноста и на денарот во однос на овие валути (НБРМ, 2011).

Непостоењето на развиен и функционален пазар на пари може да повлече постоење на различни каматни стапки за исти финансиски инструменти, ризичност и неоптимална дистрибуција на ликвидноста на пазарот на пари, високи маргини на каматните стапки на краткорочните финансиски инструменти, отежната комуникација помеѓу централната банка и останатите финансиски институции во економијата, што од друга страна ќе влијае инхибирачки врз целокупниот процес на економски раст и развој во земјата.

## 5.5. УЛОГАТА НА ПАЗАРОТ НА КАПИТАЛ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Пазарот на капитал, како сегмент на финансискиот пазар, претставува институционално организиран простор на кој предмет на понуда и побарувачка се долгорочните слободни парични средства и долгорочните хартии од вредност. Тој е сложен механизам кој во себе обединува повеќе институции, инструменти и субјекти. Во секоја национална економија пазарот на капитал може да се анализира во потесна смисла (кога ги опфаќа емисијата и прометот на долгорочни хартии од вредност) и во поширока смисла (при што ги опфаќа долгорочното финансирање на инвестициите т.е. класичното долгорочно кредитирање).

Од современо-организираниот пазар на капитал се очекува остварување и реализација на многубројни цели меѓу кои најважни се: обезбедување на неопходниот капитал под пазарни услови кој е потребен за економски развој и просперитет, остварување на оптимална алокација на капиталот т.е. користење на капиталот во најпропулзивните гранки и во најпрофитабилните инвестициони проекти, остварување на максимално задоволувачка капитализација на финансиските средства т.е. остварување на најголем можен приход, дисперзирање на ризикот, остварување на најголем можен ефект во поглед на зголемување на паричното штедење во квалитативна и квантитативна смисла, создавање на услови и клима кои ќе овозможат максимална заштита на сопствениците и на корисниците на капиталот, со истовремено оневозможување на било каков монопол во тргувањето со капиталот и формирање на реална пазарна цена на капиталот во вид на камата или во вид на курс при тргувањето со хартии од вредност.

Бројот на издадени одобренја за емисија на акции има опаѓачки тренд и во 2008 година бил 23 со вредност на издадените акции во износ од 5 665 милиони денари, во 2009 година деветте емисии на долгорочни хартии од вредност покриваат вредност од 6 818 милиони денари и во 2010 година се издадени вкупно седум нови емисии на долгорочни хартии од вредност во вкупен износ од 5.175 милиони денари, што претставува намалување за 1 643 милиони денари (или за 24,1%) во споредба со 2009

година. Ова намалување во најголем дел се должи на намалениот износ на емитирани акции на нефинансиските друштва, коишто и покрај тоа, имаат најголемо учество во вкупниот износ на нови емисии на долгорочни хартии од вредност. Четири од реализираните емисии беа акции од банкарски институции. Како последица на слабиот интерес на компаниите за издавање корпоративни обврзници и недостатокот на експертиза за структурирање и промовирање на овој вид хартии од вредност, во текот на 2010 година немаше нови емисии на корпоративни обврзници во земјава.<sup>118</sup> Во 2012 година, вкупната вредност на новите емисии на долгорочни хартии од вредност забележа значителен пораст во споредба со претходната година (од 5.376 милиони денари во 2011 година на 20.497 милиони денари во 2012 година), најмногу како резултат на остварените емисии на државни хартии од вредност и на зголемениот износ на акции издадени од нефинансиски друштва. За вкупниот пораст на годишно ниво, државните хартии од вредност придонесоа со 57,0%.<sup>119</sup> Имајќи предвид дека во одделни случаи државата се јавува и како купувач на долгорочни хартии од вредност, подвлекуваме дека истата остварува силно влијание врз неговата динамика.

Во 2010 година вкупната пазарна капитализација (производ од бројот на издадени хартии од вредност и нивната номинална пазарна цена) на сите сегменти на пазарот на последниот ден на тргување изнесуваше 182,29 милијарди денари или 42,69% од БДП, во 2011 година истата изнесуваше 27,6% од БДП, додека во 2012 година опадна на 26% од БДП или изнесуваше вкупно 119,2 милијарди денари.

---

<sup>118</sup> Комисија за хартии од вредност (2010)-Годишен извештај на КХВ за 2010 година, КХВ, 2010

<sup>119</sup> НБРМ (2013)-Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија, НБРМ, 8,2013

**ГРАФИКОН БР.30: ВКУПЕН ПРОМЕТ И ГОДИШНА СТАПКА НА ПРОМЕНА НА ПРОМЕТОТ НА МАКЕДОНСКАТА БЕРЗА**



Извор: НБРМ (2013)-Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија, НБРМ, 8,2013

**Македонската берза** (основана на 13. 09. 1995 година, а започнува со работа на 28. 03. 1996 година), претставува организиран пазар на кој се тргува со долгорочни хартии од вредност (главно акции и обврзници). До 24. 04. 2001 година начинот на тргување беше „на паркет со извикување“ за потоа да се воведе во употреба електронскиот берзански систем на тргување БЕСТ, во кој сите брокери се компјутерски поврзани од своите деловни простории со берзата. Во 2001 година берзата е трансформирана од непрофитна, во профитно акционерско друштво чии акционери можеа да бидат домашни физички и правни лица. Со неа управуваат Собрание на акционери, Одбор на директори и неколку комисији: Комисија за котација на хартии од вредност, Комисија за прием на членови и Комисија за арбитража (Трпески, 2003).

Тргувањето на берзата се врши на два пазари:

*Официјален пазар* кој се состои од два сегменти: а) берзанска котација и б) суперкотација. Условите за тргување на берзанската котација се: ревидирани финансиски извештаи за последните две години, основна главнина од најмалку 5 милиони евра, распространетост на родот на акциите од најмалку 10% и бројот на



акционери да биде најмалку 100. Со најновите законски измени од 2013 година, воведен е и сегментот задолжителна котација на кој ќе котираат хартиите од вредност на друштвата чии номинален капитал изнесува најмалку 1 милион евра, имаат најмалку 50 акционери, распространетост на акциите во јавноста од најмалку 1% и ревидирани финансиски извештаи за последните две години. Суперкотацијата бара исполнење на построги услови, односно фирмите треба да бидат уште повеќе информационо отворени кон јавноста, да имаат ревидирани финансиски извештаи за последните три години, основна главнина од најмалку 10 000 000 евра, распространетост на родот на акциите од најмалку 20% и бројот на акционери да биде најмалку 200. На крајот на 2007 година на официјалниот пазар котираа вкупно 38 компании.

*Неофицијалниот или редовен пазар* исто така содржи два сегменти: а) пазар на јавно поседувани акционерски друштва и б) слободен пазар. На пазарот на јавно поседувани акционерски друштва учествуваат некотираните хартии од вредност издадени од акционерски друштва со посебни обврски за известување, согласно Законот за хартии од вредност (но, обврските на овој пазар во поглед на давање на информации се битно помали од обврските на котираните компании). На слободниот пазар се тргува со сите останати хартии од вредност кои не се јавуваат на претходните пазарни сегменти.

Надвор од класичното тргување постојат и два посебни подсегменти: *блок трансакции* (трансакции во вредност од минимум 5 милиони денари или со кои се откупува минимум 10% од акционерската главнина на друштвото при што се тргува само со акции) и *продажба на резидуални удели* (со кои државата ги продава своите удели во фирми кои се приватизираат). И двата вида на трансакции се еднократни и водат кон воспоставување на доминантна контрола врз претпријатијата и сопственички промени во истите.

При анализа на трендот на македонската берза во периодот од 1997 година до 2012 година, евидентен е биковиот пазар до 2007 година и мечкиниот пазар од 2008 година. На почетокот на функционирање на берзата, тргувањето е со многу слаб интензитет а интересот за котирање речиси непостоечки. Во такви околности, Владата донесе амандман во Законот за хартии од вредност со кој го направи задолжително котирањето

за сите компании кои исполнуваа одредни критериуми, со што пазарната капитализација се зголеми на 6,1% на крајот на 2003 година. Во поддршка на развојот на пазарот на капитал е и неодамна донесениот Закон за котирање на хартии од вредност кој нормира задолжителна берзанска котација, како и укинувањето на одданочувањето на капиталните добивки во наредните три години, со што се очекува раст на небанкарското финансирање, зголемување на транспарентноста и централизирање на информациите. Подемот на берзата започна во 2005 година а кулуминираше во 2007 година. Нагорниот берзански тренд се должи на стабилното макроекономско опкружување и подобрените перформански во реалниот сектор, регулаторните и реформските измени, зголемениот прилив на странски инвестиции, зародишот и функционирањето на инвестиционите фондови и зголемениот интерес на економските агенти за остварување на краткорочна заработка.

Во овој временски период, македонската берза е раздвижена најмногу благодарение на странските инвеститори, кои имаат големо влијание на домашниот пазар на капитал. Вкупниот износ на портфолио инвестициите (како дел од странските директни инвестиции) за 2007 година изнесува: 132,57 милиони денари, за 2008: 133,30 милиони денари за 2009: 136,40 милиони денари, 2010: 139,68 милиони денари и 2011 година: 122,23 милиони денари.<sup>120</sup> Странските институционални инвеститори, до почетокот на кризата остваруваат големи приноси и извлекуваат големи капитални добивки од домашните инвеститори. Тие го креираат растот на цените на акциите на Берзата, за подоцна со почетокот на глобалната криза, поради нивната зголемена воздржаност, зголемениот политички ризик, случувањата на берзите од регионот, растот на стапката на инфлација на 8,3% во 2008 година, растот на стапката на благајнички записи на 9% во 2009 година, да го креираат и падот на цените на акциите, поради нивното повлекување од македонскиот пазар.

---

<sup>120</sup> Статистика на НБРМ и ДЗС

**ТАБЕЛА БР.20: СТРУКТУРА НА ВКУПНИОТ БЕРЗАНСКИ ПРОМЕТ ПРИ КЛАСИЧНО ТРГУВАЊЕ СПОРЕД ТИПОВИ НА ИНВЕСТИТОРИ ВО Р.М. ОД 2007 ДО 2012 ГОДИНА**

ТИП НА ИНВЕСТИТОРИ	КУПОВНА СТРАНА НА БЕРЗАНСКИ ПРОМЕТ во %						ПРОДАЖНА СТРАНА НА БЕРЗАНСКИ ПРОМЕТ во %					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ПРОСЕЧНО УЧЕСТВО НА СТРАНСКИ ИНВЕСТИТОРИ	51,1	33,8	15,6	23,1	18,7	10,1	21,0	38,8	26,2	27,9	26,5	20,0
ПРОСЕЧНО УЧЕСТВО НА РЕЗИДЕНТНИ ПРАВНИ ЛИЦА	16,1	31,9	39,2	40,2	51,8	66,6	28,4	25,5	27,0	24,1	35,5	50,9
ПРОСЕЧНО УЧЕСТВО НА РЕЗИДЕНТНИ ФИЗИЧКИ ЛИЦА	32,8	34,3	45,3	36,7	29,5	23,3	50,5	35,6	46,9	48,0	38,0	29,1

Извор: Македонска Берза, НБРМ

Учеството на странските инвеститори во вкупниот промет на берзата при класично тргување во 2007 година изнесува 51,1%, а наредната година со почетокот на кризата, поради загубите кои ги трпат на нивните домашни пазари, нивното учество изнесува околу 33,8%, за надолниот тренд на учество да продолжи до 2012 година кога нивното учество на куповната страна изнесува 10,1%. Статистичките податоци зборуваат дека светските берзански индекси се намалиле дури и за 50%, а македонскиот берзански индекс МБИ-10 опаѓа дури за околу 80% во периодот 2007-2009 година, односно од 10 000 индексни поени во 2007 година на 1 700 индексни поени во 2009 година. Како резултат на тоа е евидентирана зголемена пасивност на странските инвеститори во берзанското тргување: драстично беа намалени нивните процентуални учества, како на куповната, така и на продажната страна. Спротивно на однесувањето во 2007 година кога странските инвеститори доминираат како нето купувачи во класичниот берзански промет, од 2008 до 2012 година тие се јавуваат како нето продавачи на берзата при што

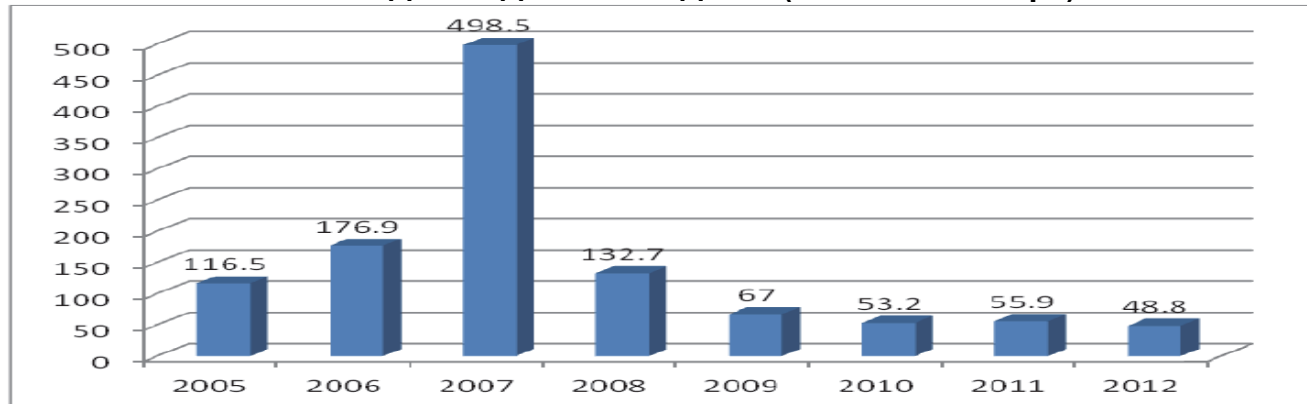
во 2008 година оствариле нето продажба во износ од 175,7 милиони денари, во 2009 година: 519 милиони денари, во 2010: 148 милиони денари и во 2011 година нето продажба на хартии од вредност во износ од 357 милиони денари<sup>121</sup>: состојба што дополнително ќе влијае на стагнирањето и падот на македонската берза, односно на инхибирање на растот на пазарот на капитал – драстичен пад којшто реалтивно малку се почувствува во економијата заради малото учество на берзата во вкупниот БДП (приближно 1% од БДП). Во 2012 година и на куповната и на продажната страна на берзата доминираат резидентните правни лица. Очекувањата се дека интересот за вложувања во домашни хартии од вредност кај странските инвеститори ќе се врати со намалувањето на неизвесноста од должничката криза, обезбедувањето на одржлив раст и развој во реалниот сектор и растот на берзанските индекси.

Остварениот промет од класичното тргување на Македонската берза во 2012 година беше 2,75 милијарди денари, што е за 19,89% помалку во споредба со 2011 година, истиот во 2010 година изнесуваше 3.27 милијарда денари (0,8% од БДП) што е за 20,23% помалку во споредба со 2009 година, (при што не се вклучени прометите остварени на јавните берзански аукции и пријавените блок трансакции). Во 2012 година прометот остварен со акции (Официјален и Редовен пазар) изнесуваше 1,55 милијарди денари (0,34% од БДП), со учество од 56,37% во вкупниот промет и е за 27,66% помалку во споредба со 2011 година. Остварениот промет со обврзници од 1,20 милијарди денари е 43,63% од вкупниот промет, што е за 6,98 % помалку во споредба со 2011 година.

---

<sup>121</sup> НБРМ (2008,2009,2010,2011,2012)-Извештаи за финансиска стабилност за 2007,2008,2009,2010и 2011 година, НБРМ

**ГРАФИКОН БР.32: ПРОМЕТ СО КЛАСИЧНО ТРГУВАЊЕ НА МАКЕДОНСКАТА БЕРЗА ОД 2005 ДО 2012 ГОДИНА (во милиони евра)**



Извор: Извештај за работа на Комисија за хартии од вредност во 2012 година, КХВ, 2013

Во рамки на берзата, важечки се три индекси: *МБИ-10* кои го прикажуваат движењето на цените на 10-те најрепрезентативни компании, со чии акции се тргува на официјалниот пазар со базна вредност од 1 000 поени (до 11. 2007 година расте и ги пробива границите од 10 000 поени за потоа да следи негов драстичен пад), *МБИД* е индекс кој ги содржи акциите со кои се тргува на Пазарот на јавно поседувани друштва со базна вредност 10 000 поени и *ОМБ* индекс на Обврзницата за старо девизно штедење и Обврзниците за денационализација со почетна вредност од 100 поени.

Во 2012 година на берзата функционираа вкупно 10 брокерски куќи и пет банки овластени за тргување на берзата. Во 2010 година четири брокерски куќи престанаа со работа, а вкупната актива на брокерските куќи забележа пад од 286 милиони денари, додека нивната загуба изнесуваше 24 милиони денари и е поголема за 2,9% во однос на остварената загуба во 2009 година. Во 2011 година продолжи трендот на пад на активата на брокерските куќи: регистрирано е намалување од 56 милиони денари, а во 2012 од 101 милиони денари. Загубата на брокерските куќи во 2012 година изнесува 12 милиони денари т.е. е за 4, 8% повисока од минатата година.

**ГРАФИКОН БР.33: СТРУКТУРА НА ПРОМЕТ НА МАКЕДОНСКА БЕРЗА ЗА 2012 ГОДИНА**

Пазарен сегмент	Промет во ДЕНАРИ	Промет во ЕВРА	%	Број на трансакции
Официјален пазар	2.164.209.720	35.169.383	38,64	11.534
Редовен пазар	591.261.314	9.610.254	10,56	3.272
Блок трансакции	2.399.890.440	39.000.911	42,85	75
Јавни берзански аукции+големи пакети	347.082.916	5.634.348	6,20	53
Јавна понуда на хв	97.860.558	1.591.253	1,75	17
<b>ВКУПНО</b>	<b>5.600.304.948</b>	<b>91.006.148</b>	<b>100,00</b>	<b>14.951</b>

Извор: Македонска Берза (2012)-Годишен статистички билтен 2012 на Македонска Берза, КХВ, 2013

Прометот на Официјалниот пазар на Берзата во 2010 година е 2,71 милијарди денари, а во 2012 година изнесува 2,16 милијарди денари и учествува со 38,64% во вкупниот промет на македонската берза. Прометот на редовниот пазар на Берзата во 2010 година изнесува 558,8 милиони денари а во 2012 година 591,26 милиони денари т.е 10,56% од вкупниот берзански промет. Блок трансакциите во структурата на вкупниот промет во 2012 година учествуваа со 2,4 милијарди денари или 42,85% во вкупниот берзански промет. Остатокот од прометот се однесува на јавните берзански аукции и големите пакети во износ од 6,2% од прометот и јавна понуда на хартии од вредност од 1,75% во вкупниот промет на берзата.

Основната причина за непостојаниот карактер и не тргувањето на **пазарот преку шалтер** е ограничената понуда на инструменти за тргување, слабиот интерес за нивно издавање од страна на приватниот сектор и необновувањето на достасаните државни обврзници. Во интервалот 2010 - 2012 година, отсутствуваше тргување со долгорочни хартии од вредност на овој пазар.

Намалениот обем на берзанското тргување (намален број на трансакции), пад на берзанскиот промет, пад на пазарната капитализација како резултат на надолните ценовни корекции на индексите, беа главни карактеристики на македонскиот пазар на капитал во текот на 2012 година. Вкупниот промет при класичното тргување во 2010

година изнесуваше 3 270 милиони денари (или 0,8% од БДП за 2010 година), што во однос на 2009 година претставуваше намалување за 20,2%, или за 829 милиони денари. Како резултат на ваквото движење, просечниот дневен промет во 2010 година забележа намалување за 3,5 милиони денари. Намалениот износ на блок-трансакциите во 2012 година за 6 564 милиони денари т.е за 73,2%, учествуваше со повеќе од 80% во падот на берзанскиот промет. Остварениот промет при класичното тргување (акции и обврзници) изнесуваше 2 755 милиони денари, што е помалку за 19,9% во споредба со 2011 година. Од тоа, околу 87% се должи на намалениот промет со акции (НБРМ, 2013).

**Пазарот на обврзници** во Р. Македонија е релативно мал и неразвиен. Државните обврзници во земјава се делат на структурни и континуирани. Структурните обврзници не се класично издадени инструменти за прибирање на средства од страна на државата, туку се издадени за надоместување на определени физички и правни лица по различни основи (обврзници за старо девизно штедење, за денационализација, за селективни кредити и за приватизација на Стопанска банка). На крајот на 2007 година сите структурни обврзници имаа вредност од 7,35% од БДП. Континуираните обврзници за првпат беа издадени во 2005 година Ова се класични државни обврзници за прибирање на потребни парични средства за државата, а не за надомест на одредени физички и правни лица. Релативно малиот износ на издадени обврзници се должи на малите буџетски дефицити. Секундарното тргување се одвива исклучиво на шалтерскиот пазар. Емисиите на корпооративни обврзници се мошне ретки, се сведуваат на директно земање заеми од меѓународните финансиски институции. Во 2010 година остварениот промет со обврзници е во износ од 1 252 178 889 денари или 0,3% од БДП и споредбено со 2009 година е за 4% помал (НБРМ, 2011).

**Пазарот на акции** во Македонија покажуваше ниско ниво на активност сè до 2005 година кога започнува неговата многу силна експанзија која траеше сè до октомври 2007 година. Слабиот промет и неразвиеноста на пазарот на акции, помеѓу другото, се должи на болната и долга транзиција, нетранспарентната, инсајдерска приватизација, ниската профитабилност на фирмите, безбедносната и политичка нестабилност во регионот итн. Како резултат на нивната слаба побарувачка, акциите вообичаено се продаваа по нивната номинална вредност. Пазарната капитализација во 2007 година-

пред кризата, изнесуваше 68,3% од БДП, а порастот се должеше на забрзувањето на економскиот растеж, растечката профитабилност на компаниите, добивањето на земјава кандидатски статус за членство во ЕУ и влез на нови странски инвеститори на пазарот. Наспроти значително зголемената капитализација, пазарот на капитал во Македонија се карактеризира со ниска ликвидност што резултира со пад на цените на берзата. Степенот на ликвидност се мери со *коэффициент на обртот* кој е количник на остварениот промет со хартиите од вредност во одреден период и просечната пазарна капитализација (производ од бројот на хартии од вредност и номиналната вредност на истите) во истиот период. Прометот остварен со акции на Официјален и Редовен пазар во 2010 година изнесуваше 2 017 360 721 денари или 0,46% од БДП, што е за 27,81% помалку во споредба со 2009 година. Во 2012 година е регистриран пад на бројот на трансакции на акции и обврзници на берзата за 8 484 трансакции во споредба со претходната година, со што бројот на трансакции се сведе на 14 806.

Во Македонија, единствени **дериватни инструменти** кои се во употреба се *валутните термински и своп договори*. Своп договорите се склучуваат меѓусебно помеѓу банките и помеѓу банките и централната банка. Девизните свопови во последно време се еден од главните инструменти со кои комерцијалните банки раководат со ликвидноста. Во земјава воопшто не се тргува со деривати на хартиите од вредност затоа што не постои ниту развиено тргување со основните видови на хартии од вредност. Првата секјуритизација во Македонија беше во делот на обештетувањето на штедачите кои имаа стари заробени девизи, кога многу од штедачите своите влогови им ги продаваа на заинтересирани лица. Во 2000 година државата со емисија на обврзници започна измирување со обврските кон штедачите.

Во делот на законската регулатива и хармонизацијата со правната инфраструктура со Европската Унија, во 2010 година значајно е донесувањето на Законот за изменување и дополнување на Законот за хартии од вредност. Суштинските новини воведени со овие измени се обврската за основање на Фонд за обештетување на инвеститори во хартии од вредност (како инструмент за заштита на инвеститорите), обврската за формирање на Гарантен фонд (како начин на обезбедување на учесниците на пазарот на капитал од неможност за порамнување на берзански трансакции),



воведување на правила и стандарди за стекнување на квалификувано учество во брокерска куќа, берза за хартии од вредност и депозитар за хартии од вредност, воведување на т.н. омнибус (збирна) сметка на хартии од вредност за да се намалат администрирањето и трошоците на инвеститорите – нерезиденти. Во поглед на примарниот пазар, воведна е обврска за задолжително спроведување на јавните понуди на хартии од вредност преку овластена берза.

Во моментот, најважно е да се оживее економската и инвестиционата активност и да се развијат основните облици на тргување на пазарот на капитал. Доколку овие процеси заедно со процесот на институционално приближување кон ЕУ се одвиваат со задоволителна динамика, тие би можеле да придонесат, дериватните инструменти да не бидат прашање на далечна иднина (Петковски, 2009 а).

## **5.6. БАНКАРСКАТА ОРИЕНТИРАНОСТ НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ ВО ЗЕМЈАВА**

Банките претставуваат акционерски друштва и финансиски институции чија основна дејност е прибирање на депозити и нивно целосно или делумно пласирање во кредити и други инвестиции за нејзина сметка, како и вршење на други банкарски работи со цел остварување на профит. На пазарот во земјава во 2012 година функционираа 16 банки, а податокот за *учеството на банките во вкупната актива на секторот која изнесува 85,5%, зборува за доминантната позиција на банкарските институции во националната економија*. Петте најголеми банки учествуваат со околу 75% во активата и во депозитите на секторот што укажува на олигополска концентрација во банкарскиот сектор т.е. недоволна конкуренција. Во 2009 година е регистриран раст на активните и пасивните каматни стапки кај банките а како резултат на ограничените можности за финансирање на банките, високот степен на неизвесност и ризик во услови на глобална криза, зголемени трошоци за оперативно работење, за валутен, каматен, кредитен и ликвидносен ризик, затегнувањето на монетарната политика (зголемување на стапката на благајнички записи и стапката на здолжителна резерва), состојбата во реалниот сектор и растот на деликвентните кредити. Големиот распон помеѓу каматните стапки на

давање и на одобрување од 3% во 2009 година се намали на 2,65% во средината на 2010 година и во тој период е индикатор за благо зголемување на финансиската интермедијација иако, сè уште далеку од оптималното ниво на финансиска интермедијација која би била во функција на поддршка на реалниот сектор, посебно на малите и средни претпријатија. По 2010 година следи период на опаѓање на каматните стапки. Всушност, во наредните 2011 и 2012 година и покрај трендот на намалување на каматните стапки, имаме растечки тренд на и онака високите просечни годишни каматни маргини, како резултат на побрзиот пад на пасивните каматни стапки во однос на падот на активните каматни стапки, односно како резултат на високиот износ на деликвентни кредити во банкарските биланси, гломазноста и високите оперативни трошоци на некои од банките, повисоките пасивни каматни стапки кои ги нудат помалите банки (борејќи се за дел од пазарот во услови на олигополска конкуренција), долгогодишната рестриктивна монетарна политика и недоволната респонзивност на каматните стапки на монетарните импулси на НБРМ, претпазливоста на банките во услови на глобална економска криза итн.

**ТАБЕЛА БР.21: ПОНДЕРИРАНИ ГОДИШНИ КАМАТНИ СТАПКИ НА КРЕДИТИ И ДЕПОЗИТИ ЗА 2010, 2011 И 2012 ГОДИНА (ЗАКЛУЧНО СО Q3) ВО Р.М.**

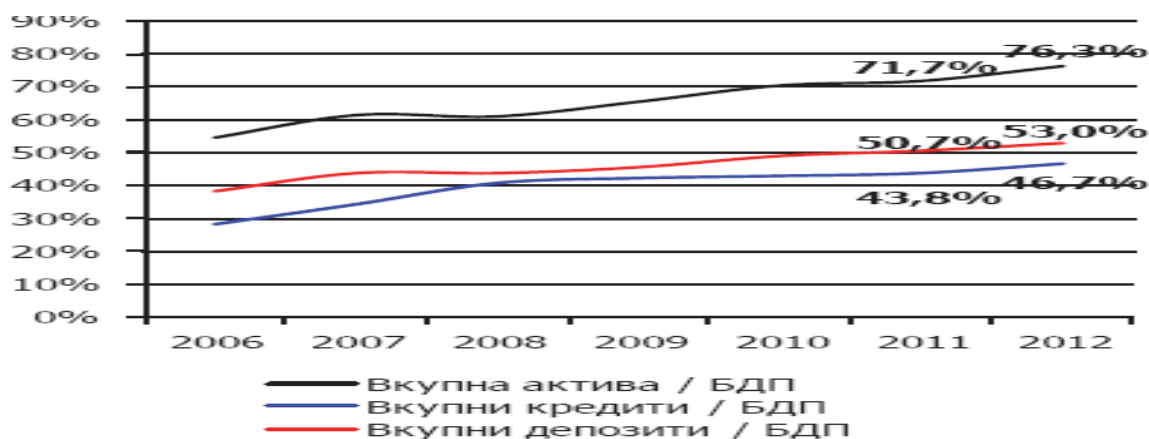
ГОДИНА	2010 ВО %	2011 ВО %	2012 %
КАМАТНА СТАПКА НА ДЕНАРСКИ КРЕДИТИ (активна каматна стапка)	9,5	8,9	8,5
КАМАТНА СТАПКА НА ДЕНАРСКИ ДЕПОЗИТИ (пасивна каматна стапка)	8,5	5,9	5,1
<b>РАЗЛИКА ПОМЕГУ АКТИВНА И ПАСИВНА СТАПКА НА ДЕНАРСКИ ИНСТРУМЕНТИ</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>
КАМАТНА СТАПКА НА ДЕВИЗНИ КРЕДИТИ (активна каматна стапка)	7,4	7,4	7,0
КАМАТНА СТАПКА НА ДЕВИЗНИ ДЕПОЗИТИ (пасивна каматна стапка)	3,1	2,7	2,2
<b>РАЗЛИКА ПОМЕГУ АКТИВНА И ПАСИВНА СТАПКА НА ДЕВИЗНИ ИНСТРУМЕНТИ</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
<b>ПРОСЕЧНА ГОДИШНА РАЗЛИКА ПОМЕГУ АКТИВНА И ПАСИВНА КАМАТНА СТАПКА</b>	<b>2,65</b>	<b>3,85</b>	<b>4,1</b>

*Извор: Статистика на НБРМ, обработки на авторот*

Ниското ниво на финансиска интермедијација се поврзува со ниското ниво на монетизација поврзано со функционирањето на значително ниво на неформален сектор

во економијата, антиинфлационата монетарна политика и високите економски трошоци на интермедијацијата (високите каматни маргини ги пенализираат квалитетните, дисциплинирани кредитобаратели, а индиректно ги субвенционираат деликвентните позајмувачи). Банкарското кредитирање директно и индиректно влијае врз поттикнувањето на економската активност: директно преку кредитирањето (инвестиционата потрошувачка) на фирмите а индиректно преку зголемување на финансискиот потенцијал кај населението со што се зголемува потрошувачката како еден од каналите кои индиректно го иницираат производството, вработеноста и економскиот раст и развој. Преку вонбилансните активности, банките креираат краткорочен кредит за бизнис секторот и овие активности претставуваат значајна пропорција во вкупната актива на банкарскиот сектор (околу 20% од вкупните средства), но и потенцијален вонбилансен ризик зошто голем дел од нив воопшто не се осигурани и покриени од страна на банките.

**ГРАФИКОН БР.34: ДИНАМИКА НА СТЕПЕНОТ НА ФИНАНСИСКО ПОСРЕДУВАЊЕ 2006-2012 година**



Извор: НБРМ (2013) - Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2012 година, НБРМ, 2013

Од горепоместениот графикон, иако скромно, сепак е евидентен трендот на раст на соодносите на вкупната актива, вкупните кредити и вкупните депозити врз БДП во интервалот 2006-2012 година. Притоа, остварениот раст на соодносот вкупна

актива/БДП е од 71,1% во 2011 година во 76,3% во 2012 година; односот вкупни кредити/БДП од 43,8% во 2011 година на 46,7% во 2012 година и односот вкупни депозити/БДП 50,7% во 2011 година на 53% во 2012 година.

По осамостојувањето на Р.Македонија, состојбата во банкарството (вкупно 5 банки) беше последица на многуте ирационалности во претходниот општествен систем, во кој корисниците на средствата истовремено ги креираа и условите под кои ќе ги користат тие средства. Како резултат на тоа, се создадоа огромни суми на ненаплативи кредити што повлекоа ликвидносни проблеми, проблеми со рентабилноста на банките, кои пак од друга страна имаа далекусежни последици во целата економија. Токму затоа, реформата во банкарскиот сектор се наметна како една од најсуштествените компоненти на макроекономските политики во земјава и требаше да обезбеди креирање на регулаторна инфраструктура, изедначување на условите за основање на банка без оглед на потеклото, статусот на основачот и карактерот на сопственоста, акомодирање на функциите на банките со условите на пазарната економија и создавање на сигурност и заштита на штедните влогови преку институции кои ќе се својствени за пазарните економии. Постоеше ниско ниво на банкарска интермедијација која беше скапа и во крајна инстанца беше општествен трошок. По осамостојувањето на земјата, во еден краток период, а како резултат на ниските регулаторни бариери за влез во банкарската индустрија, се случи влез на нови банки, при што во јуни 1994 година, вкупниот број на банки изнесуваше 21 банка. Во 1995 година, со Програмата за санација на банкарскиот систем а во насока на зголемување на конкурентноста, дојде до деконцентрација на банкарскиот сектор. Во 1996 година се воведоа и нови повисоки капитални минимуми а многу од банките сопствената консолидација ја решија со влез на странски капитал. Во тој период, дел од банките посветени на новите капитални барања, целосно ја запоставија сопствената кредитна активност, што предизвика постоење на банки со многу високи коефициенти на капитал во однос на вкупната актива. Процесот на влез на странски капитал во банкарството беше иницирачки фактор, многу од банките да размислуваат за активности за нивно окрупнување и спојување.

Пролонгираното користење на кредитните лимити како инструмент на монетарната политика имаше свои импликации врз банкарскиот сектор. Поради непазарната природа,

овој инструмент повлече: перпетуирање на постојната пазарна структура и ограничување на конкуренцијата меѓу банките, дезинтермедијација на финансиските текови и нивно пренасочување било во домашниот неформален сектор - било во странство, ограничување во развојот на пазарот на пари итн. (Филиповски, 2003).

Иако доминантен дома, македонскиот банкарски сектор е всушност мал по обем и релативно неразвиен. Македонските банки функционираат врз основа на двоен систем на дозволи за работа (за извршување на девизни трансакции е потребна посебна лиценца). Банките се од универзален тип, но сè уште не се впуштаат во водите на инвестиционото банкарство. Вкупната актива на македонските банки во 2007 година изнесуваше 66, 2% од БДП за во 2010 година да порасне на 71, 5% а во 2012 година овој сооднос изнесува 77%. *Високите коефициенти за адекватност на капиталот кои се многу над основните БАЗЕЛ стандарди, (степенот на адекватност на капиталот се мери во сооднос со средствата) не се индикатор за тоа дека капиталот е голем, туку дека изворот на средствата е мал.* Македонските банки, поради ниското ниво на штедење, острите форми на погрешна селекција и морален ризик, испорачуваат ниско ниво на интермедијација, што во најголем дел значи дека остваруваат ниска кредитна активност. Нивото на деликвентни, лоши заеми е исто така на високо ниво, споредбено со земјите од регионот. Високите каматни стапки и големите каматни маргини кои достигнуваат и до 4,5% се последица на високите издвојувања за резервации, ниското ниво на кредитирање, неизвесноста, високите оперативни трошоци и слабостите во селектирањето и мониторингот на должниците. Нашите банки држат високи износи на ликвидни средства (на пр. 34,2% од вкупните средства во 2007 година) што влијае на ниската профитабилност на банките. Показателот ROE за мерење на приносот на капиталот зборува за ниска профитабилност на банките: во поголемиот број години, најголемиот мобилен опертор во Македонија: Т- Мобиле, остваруваше профит двојно поголем од профитиот на сите македонски банки заедно (Петковски, 2009 а).

Македонскиот банкарски систем е високо концентриран, при што, трите најголеми банки во 2007 година држат 67% од вкупните средства. Во средствата (јуни, 2007 година) доминираат кредитите (47%) и пласманите кај другите банки (24%), но не се занемарливи ни инвестициите во државни хартии од вредност (9%), како и благајнички

записи (8%). Во рамки на изворите на средства, доминираат депозитите од нефинансиски субјекти (71,9%), потоа се сопствените средства (13,1%) и позајмиците (9,3%), а другите ставки се значително пониски. Странската сопственост во банките во 2008 година изнесуваше 86%. Кредибилитетот останува највредната ставка во активата на секоја финансиска институција. Можеби затоа што банките успешно одговорија на барањата на штедачите за време на воениот конфликт во 1999 и 2001 година, нивниот притисок за време на првиот удар на глобалната финансиска криза во 2008 година беше релативно слаб. Во октомври, 2008 година македонските штедачи повлекоа околу 2% од вкупните депозити (Петковски, 2009 а).

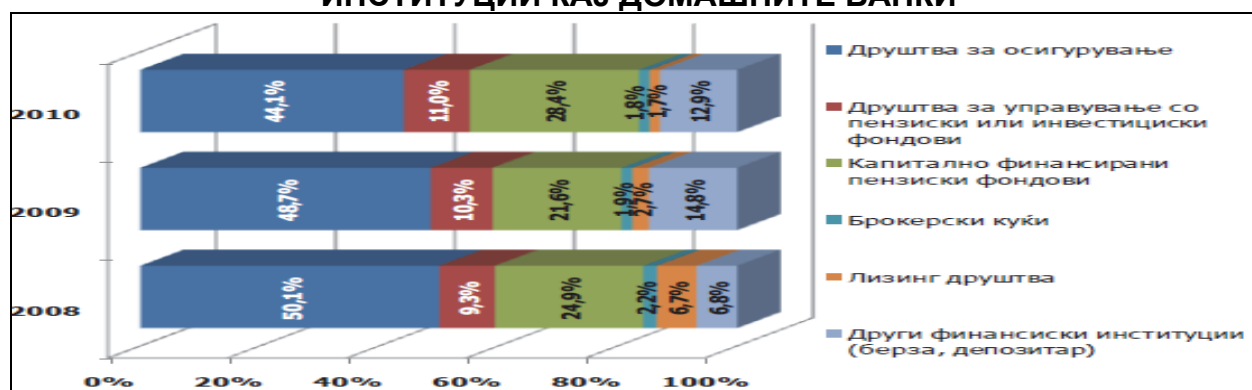
### 5.6.1. ВЛИЈАНИЕТО И ПЕРФОРМАНСИТЕ НА ДОМАШНИТЕ БАНКИ

*Степенот на интеграција* помеѓу одделните институционални сегменти на финансискиот сектор, мерен преку капиталната поврзаност, т.е. преку големината на меѓусебните капитални вложувања е мала. Во рамките на финансиската интеракција, банките се основна алка на спојување со останатите финансиски сегменти, со што во голема мера ги условуваат движењата во финансискиот сектор, како и неговата севкупна стабилност. На крајот на 2010 година, капиталните вложувања на банките во домашните финансиски субјекти останаа ограничени и претставуваа само 0,1% од активата на банкарскиот сектор. Со исклучок на друштвата за управување со пензиските или инвестициските фондови во чија сопственичка структура банките заземаат значително учество, останатите институционални сегменти се одликуваат со ниско ниво на вкрстена сопственост со банкарскиот систем. Тоа се согледува и преку вложувањата на другите финансиски институции во банките коишто претставуваат само 0,6% од вкупниот капитал на банките.

Деловната поврзаност помеѓу банките и недепозитните финансиски институции се согледува преку вложените депозити на недепозитните институции во банкарскиот систем на Република Македонија. Согласно со прописите, меѓусебната зависност на другите финансиски институции и банките произлегува и од фактот што трансакциските

сметки на овие институционални сегменти се водат кај банките. Податоците на НБРМ укажуваат дека на крајот на 2010 година, вкупните средства депонирани од страна на недепозитните финансиски институции во банките изнесуваа 8 911 милиони денари. Друштвата за осигурување имаат најголемо учество во вкупната маса на депозити на финансиските институции, иако ваквото учество има надолен тренд од година во година.

**ГРАФИКОН БР.35: СТРУКТУРА НА ДЕПОЗИТИ НА НЕДЕПОЗИТНИ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ КАЈ ДОМАШНИТЕ БАНКИ**



Извор: НБРМ (2011) - Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2010 година, НБРМ, 2011

**ГРАФИКОН БР.36: УЧЕСТВО НА ДЕПОЗИТИТЕ ВО ВКУПНИТЕ СРЕДСТВА НА НЕДЕПОЗИТНИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ**



Извор: НБРМ (2011) - Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2010 година, НБРМ, 2011

Не заостануваат ниту друштвата за управување со пензиски фондови и пензиските фондови, чиешто учество во вкупните депозити на недепозитните финансиски институции бележи раст. И покрај остварениот пораст, депозитите на недепозитните финансиски институции учествуваат со само 3,8% во вкупната депозитна база (од финансиски и нефинансиски лица) на банкарскиот систем. Сепак, поради скромната понуда на финансиски инструменти на пазарите во Република Македонија, банкарските депозити се исклучително значајна и сигурна можност за пласирање на средствата на недепозитните финансиски институции. Тие се особено значајни за пензиските фондови и друштвата за управување со пензиските и инвестициските фондови (зафаќаат над 20% од нивната актива), како и за друштвата за осигурување и брокерските куќи (зафаќаат над 30% од нивната актива). Ова само го потврдува значењето на стабилноста на банкарскиот систем како битна алка за одржување на стабилноста на другите сегменти и на финансискиот сектор во целина.

Годишниот *пораст на вкупните депозити на недепозитните финансиски институции* во целост се должи на растот на долгорочните депозити (пред сè депозитите на друштвата за осигурување, пензиските фондови и брокерските друства), за сметка на намалувањето на депозитите по видување. *Рочната трансформација* е насочена кон постепено продолжување на рочноста. Сепак и покрај зголемувањето на рочноста, краткорочните депозити ја задржаа својата доминантна позиција со учество од 58,2% од вкупните депозити за 2010 година. Во 2012 година за одбележување е дека како резултат на повисоките каматни стапки кои се нудат од дел од банките за депозити со поголеми рочности, речиси 90% од растот на депозитите е произлезен од растот на долгорочните депозити.

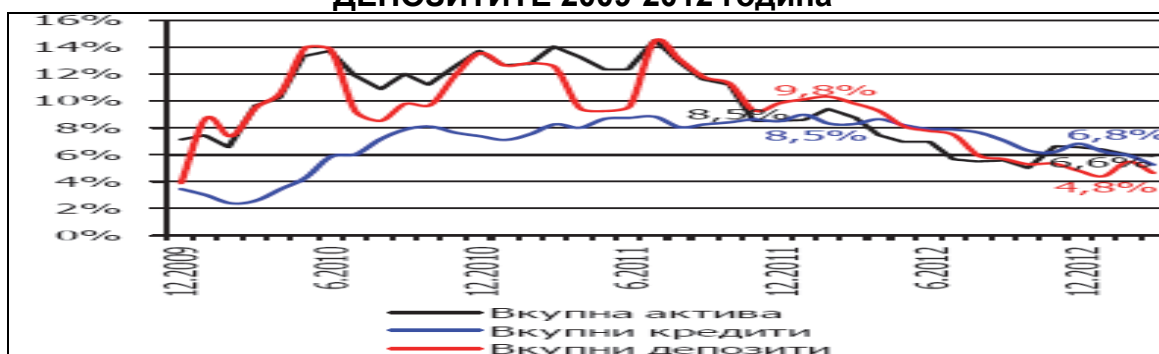
На крајот од 2010 година, од вкупната *изложеност на кредитен ризик* кон нефинансиски субјекти 20,1% е необезбедена. Притоа, се забележува значително поголемо присуство на необезбедената изложеност на кредитен ризик, кај населението, што првенствено се должи на изложеноста врз основа на тековни сметки и кредитни картички (коишто зафаќаат околу една третина од вкупната изложеност кон физичките лица). Во 2012 година е евидентирано дека кредитната изложеност кон претпријатијата е



покриена со обезбедување во износ од 95,1%. За разлика од тоа, кај физичките лица обезбедувањето се однесува на над две третини од кредитната изложеност.

Стабилизирањето на очекувањата на домашните економски субјекти придонесе кон тоа, *депозитите во 2010 година да забележат поголем раст* за 3,6 пати во споредба со 2009 година, со што претставуваа главен носител на растот на изворите на финансирање на активностите на банките. За првпат во 2012 година стапката на раст на депозитите од 4,8% е помала од стапката на *кредитниот раст од 6,8%* но ова е сè уште скроман раст на кредитниот пласман што се должи на неизвесноста од меѓународното опкружување, зголемената внимателност при кредитната анализа на банките како и на слабите перформанси на реалниот сектор.

**ГРАФИКОН БР.37: ГОДИШНИ СТАПКИ НА РАСТ НА АКТИВАТА, КРЕДИТИТЕ И ДЕПОЗИТИТЕ 2009-2012 година**



Извор:НБРМ (2013)-Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија, НБРМ, 8, 2013

И покрај намалувањето на приносот, банките се оградија од преземање нови ризици во текот на 2010 година, што резултираше со значителен раст на нивните вложувања во нискоризични хартии од вредност. Имено и во 2010 година најбрзорастечка компонента во активата на банките беа пласманите во благајнички записи и државни записи, коишто создадоа 44,1% од растот на вкупната актива на банкарскиот систем. Во 2012 година во рамки на ликвидните средства на банките, евидентен е тренд на намалување на учеството на благајничките записи и на краткорочни средства во странски банки, за сметка на растот на државните записи. Во

2010 година, дојде до зголемување на екстерното финансирање на активностите на банкарскиот систем, главно поради користењето на кредитите од странство и на растот на субординираните инструменти. Истовремено со растот на екстерното финансирање, растат побарувањата од нерезиденти, што главно се должи на зголемениот обем на пласмани во странски банки. *Финансирањето на банките од екстерни извори се зголеми и во 2012 година но ова учество со 12% на страна на обврските и 10,7% на страна на средствата е сè уште мало, а останува доминантноста на депозитната база од домашните субјекти во вкупните извори на средства.* Учеството на обврските кон матични субјекти остана на исто рамниште како во 2011 година во износ од 4,8% од вкупните извори на средства. Иако зависноста на домашните банки од екстерни извори сè уште не е во обем којшто би претставувал поголема закана за финансиската стабилност, сепак *растот на обврските на банкарскиот систем кон нерезиденти носи и одредени ризици*, коишто би можеле да се остварат во услови на несоодветно управување со нивниот раст, при евентуален негативен шок за конкурентската способност на домашната економија или негативни движења на нејзината продуктивност. *Овие ризици се поврзани првенствено со одржливоста на екстерната позиција на земјата, растот на надворешниот долг и влошувањето на меѓународната инвестициска позиција.* Дополнителна карактеристика која што го прави домашниот банкарски систем ранлив на шокови во екстерната рамнотежа е *високиот степен на евроизација во домашната економија*, којшто се согледува преку значителната присутност на девизната компонента во билансите на банките. Кредитната активност на банките со валутна компонента остана на високо ниво во 2010 година, со што индиректниот кредитен ризик беше уште еден од доминантните облици на кредитен ризик којшто банките го преземаат во своето работење. Во секторската структура на средствата, депозитите на населението ја зацврстија својата доминантна позиција, како главен извор на финансирање на активностите на домашните банки, при што формираа 86,7% од вкупниот годишен раст на депозитите. Воедно, во 2010 година кредитите на претпријатијата забележаа и повисок годишен раст од 8,5%, во споредба со растот на кредитите на населението од 5,7%, додека пак во 2012 растот подеднакво беше инициран од кредитниот пласман и кај фирмите и кај населението. Во 2012 година е

забележлив тренд на заменување на девизното штедење со денарско заради неизвесноста на еврото поради должничката криза, како и поради повисоките приноси кои ги нудат денарските депозити, што имплицираше промена и во структурата на растот на кредитирање на нефинансиските субјекти, при што доминира учеството на денарските кредити. Се очекува ваквиот тренд поволно да се одрази во намалувањето на валутниот ризик (НБРМ, 2011, 2012, 2013).

**ТАБЕЛА БР.22: ИНДИКАТОРИ ЗА ФИНАНСИСКА СТАБИЛНОСТ 2001-2013Q1  
ГОДИНА**

ГОДИНА	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013Q1
<b>СТАПКА НА АДЕКВАТНОСТ НА КАПИТАЛОТ (во %)</b>	34.3	28.1	25.8	23.0	21.3	19.4	17.5	15.7	16.5	16.5	16.7	17.3	17.3
<b>НЕФУНКЦИОНАЛНИ КРЕДИТИ / БРУТО КРЕДИТИ (во %)</b>	24.5	21.2	21.9	17.1	14.9	9.7	9.2	6.8	8.6	9.8	9.3	10.1	11.4
<b>РОАА (во %)</b>	-0.7	0.4	0.5	0.5	1.2	1.7	2.0	1.8	0.5	0.5	0.2	0.2	-0.05
<b>ВИСОКОЛИКВИДНА АКТИВА / ВКУПНА АКТИВА (во %)</b>	31.9	14.1	13.5	12.4	15.0	16.4	20.0	17.7	17.5	23.8	24.4	27.5	29.6
<b>ЧУВСТВИТЕЛНОСТ НА ПАЗАРЕН РИЗИК (во %)</b>	61.3	57.0	57.1	52.2	51.6	48,4	43.4	28.8	11.8	14.9	15.3	11.2	7.3

*Извор: Статистика на НБРМ, обработки на авторот*

Од горепоместената табела евидентно е благото опаѓање на стапката на адекватност на капиталот од 2001 до 2008 година, кога започнува повторен тренд на пораст како мерка на претпзливост на банките поради кризните услови. Ниската и недоволна банкарска профитабилност мерена преку РОАА дополнително е развишана од налетите на глобалната економска криза и истата е проследена со опаѓачки тренд од 2008 година до денес. Соодносот високоликвидна актива / вкупна актива бележи континуиран опаѓачки тренд од 2001 година па сè до 2004 година, по што е регистриран континуиран раст сè до денес (со исклучок на падот во 2008 и 2009 година т.е.на почетокот на кризата).

Структурата на активата на банкарскиот систем на Република Македонија според *степенот на ликвидноста*, во 2010 година значително се подобри, првенствено поради високиот годишен раст на обемот на ликвидните средства од 36,8%. Годишниот раст на *нето-добивката на банкарскиот систем* во 2010 година не беше резултат на зголемувањето на приходите на банките или подобрувањето на нивната ефикасност, туку на ослободувањето значителни износи на исправка на вредноста поради извршените преземања средства врз основа на ненаплатени побарувања. Така, трошокот за исправка на вредноста и посебна резерва во 2010 година забележа годишен пад од 30,9%. Наспроти растот на нето-добивката, оперативната способност на банките за создавање приходи коишто ги покриваат расходите од работењето, забележа намалување во 2010 година. Во 2012 година е регистрирано подобрување на профитабилноста на банките и тоа раст за 23,5% на вкупната нето добивка по одданочување во однос на 2011 година, а вкупните приходи на банките во 2012 година порасна за 8,5%.

Кај *квалитетот на активата* мерен преку соодносот нефункционални кредити / бруто кредити имаме драстично опаѓање на оваа стапка од 24,5% во 2001 година на 6,8% во 2008 година кога како резултат на ефектите од кризата започнува повторен тренд на пораст кој трае сè до денес. Притоа е за подвлекување дека и покрај релативно високиот кредитен ризик со кој се соочуваат нашите банки, во услови на најлошо сценарио на целосна ненаплата на банкарските пласмани класифицирани во ризични категории В, Г и Д, загубите на банкарскиот сектор би се покриле со дел од гарантниот капитал на банките, што значи дека нивната солвентност не е загрозена. Извршените тестови за 2012 година покажуваат дека под претпоставка за целосна ненаплата на нефункционалните кредити, сопствениот капитал на банките би се намалил за 10,7%. Со растот на ликвидните средства на банките во 2010 година, дојде до подобрување на показателите за покриеност на различни категории на обврски со ликвидните средства. Така, покриеноста на краткорочните обврски со ликвидната актива во 2010 година, се зголеми за 9,5 %, достигнувајќи ниво од 47% што е највисоко ниво по 2007 година. Притоа, и понатаму се забележува висок степен на искористеност на депозитниот потенцијал како извор за финансирање на активностите на банките. Односот меѓу

кредитите и депозитите кај одделните банки на крајот од 2010 година, се движи во интервал од 33,5% до 153,8%. Важно е да се нотира дека *можен ликвидносен ризик може да произлезе од концентрацијата на депозитите*. Процентот на долгорочно орочени депозити од 88,9% на крајот на 2011 година порасна на 91,4% на крајот на 2012 година.

Фактот што *малку повеќе од половината од сопствените средства на банките се над потребното ниво на капитал за покривање на ризиците покажува дека банкарскиот систем во целина располага со доволен обем на сопствени средства за апсорпција на неочекувани загуби*. Структурата на капиталот потребен за покривање на кредитниот ризик е рефлексивна на компонентите на кредитна изложеност по сектори, при што најзастапен е капиталот наменет за покривање на кредитниот ризик од претпријатијата со учество од 54,2%, а следен од капиталот потребен за покривање на кредитниот ризик од населението со учество од 31,5%.

*Кредитната активност* во земјава во посттранзициониот период па сè до 2003 година е на ниско ниво и тоа како резултат на ниското ниво на штедење како основен кредитен потенцијал на банките, бавното и болно реструктурирање на реалниот сектор и дефицит на квалитетни инвестициони проекти, политика на претпазливост кај банките заради наследени деликвентни кредити, зајакнати кредитни критериуми, високи активни каматни стапки, неефикасна правна рамка за реализација на кредитниот колатерал и присутната политичка неизвесност. Во интервалот 2003-2008 година регистриран е брз пораст на кредитната активност, при што е детектирано растење на индикаторот кредити/ БДП за 2,5 пати и тоа од 16,45% во 2002 година на 40,78% во 2008 година. Вкупната маса на кредитен пласман кон приватниот сектор се зголемува за 4 пати, а просечниот годишен раст е околу 30%. Во конкурентската борба за обезбедување на поголемо пазарно учество и профит доаѓа до зголемен кредитен потенцијал преку зголемувањето на депозитната маса и атрактивни странски кредитни линии, диверзифицирана понуда на кредитни инструменти, стеснување на каматните маргини, влез на странски капитал во банките и реструктурирање на банкарското управување. Како резултат на должничката криза во еврозоната и слабите перформанси на

домашниот реален сектор, доаѓа до повторно забавување на кредитната активност и до влошување на кредитното портфолио.

Показателите за *солвентност на банкарскиот систем* во 2010 година прикажаа стабилно движење и се на задоволително ниво. Стапката на адекватност на капиталот изнесува 16,5%, додека истата во 2012 година изнесуваше 17,3%. Сепак, анализирано по одделни банки, се забележува силна обратнопропорционална поврзаност меѓу солвентната позиција и обемот на вкупните активности, односно големината на банките. Независно од стабилната солвентна позиција, главните предизвици за банките ќе бидат насочени токму кон наоѓањето повеќе можности за засилување на солвентната позиција, покрај оние две можности коишто најчесто и се користат за таа цел: задржаната добивка и капиталната инфузија од матичниот субјект (НБРМ, 2011).

#### 5.6.2. ШТЕДЕЊЕТО, БАНКИТЕ И ОСТАНАТИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Во рамки на едно истражување (Наумова, 2013) за Р.Македонија кое го опфаќа периодот од 1997 година до 2012Q3 година и кое поаѓа од претпоставка за постоење на рамнотежа на кредитниот пазар, се користи следниот економетриски модел:<sup>122</sup>

$$\ln \text{CRED}_t = \beta_0 + \beta_1 \times \ln \text{GDP}_t + \beta_2 \times \ln \text{MC}_t + \beta_3 \times \ln \text{DEP}_t + \beta_4 \times \ln \text{FDI}_t + \beta_5 \times \ln \text{UNIMP}_t + \beta_6 \times \ln \text{RATE}_t + \beta_7 \times \ln \text{TRADE}_t + \varepsilon_t$$

При тоа, фундаменталните економски варијабли се дефинирани како: CRED – однос Кредити/БДП во период t, GDP- БДП по глава на жител, RATE – каматна стапка на благајнички записи на НБРМ, MC – пазарна капитализација, UNIMP- стапка на невработеност, FDI –странски директни инвестиции и TRADE – отвореност за тргување (варијабла која поради нестационарност е исклучена од анализата). Резултатите од ова истражување покажуваат дека, под претпоставка сите други фактори да останат

<sup>122</sup> Наумова Елена (2013)- *Влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст со посебен осврт на Р. Македонија*, докторска дисертација, Економски факултет, УКИМ, 2013

непроменети, ако променливата GDP се зголеми за 1%, индикаторот Кредити/БДП ќе се намали во просек за 0,1251844%, ако пазарната капитализација се зголеми за 1% тогаш CRED во просек ќе се намали за 0,00486%, ако FDI се зголеми за 1%, CRED во просек се зголемува за 0,004%, ако невработеноста се зголеми за 1%, CRED во просек се намалува за 0,002%, ако каматна стапка на благајнички записи се зголеми за 1% тогаш CRED во просек се намалува за 0,0004% и ако депозитите се зголемат за 1% , CRED во просек ќе се зголеми за 0,0937821%, што покажува дека долгорочните параметри DEP (параметар за депозити) и GDP е позитивен и високозначаен врз соодносот Кредити/БДП, во однос на помалото влијание на останатите варијабли во моделот. Негативната поврзаност на БДП и кредитирањето е последица од значително учество на периодите на негативен раст на БДП во истражувањето и од стапката на раст на кредитирање која значително ја надминува стапката на раст на БДП, што значи дека кредитната активност во земјава е во голема мера условена од динамиката на порастот на економската активност. Сумарно, спроведеното истражување укажува на важноста на депозитното јадро за кредитната активност во Македонија, како примарен извор за финансирање на домашната кредитна активност (Наумова, 2013).

Истражувањата (Петковски, 2009 а) говорат дека во рамки на банкарските извори на средства, во 2007 година доминираат депозитите од нефинансиски субјекти (71,9%), потоа се сопствените средства (13,1%) и позајмиците (9,3%), а другите ставки се значително пониски. Во 2012 година е регистрирано зголемување на финансирањето на банките од екстерни извори: учество кое е сè уште мало со 12% на страна на обврските и 10,7% на страна на средствата (НБРМ 2013), а останува доминантноста на депозитната база од домашното население (во вкупен износ од околу 174 милијарди денари) во вкупните банкарски средства со високо учество од 52%. Притоа, во периодот од 2003 година до 2012 година, учеството на депозитите на населението и на нефинансиските правни лица во вкупните туѓи извори на средства е над 80%. Депозитите на недепозитните финансиски институции учествуваат со само 3,8% во вкупната депозитна база на банките (НБРМ 2004-2013). Економската теорија и анализа сугерираат дека економските агенти со суфицитарни финансиски средства (сектор кој штеди и ја креира депозитната маса) вообичаено се јавуваат од секторот население,







**6. Во која финансиска институција би го вложиле / го вложувате поголемиот дел од заштедата?**

а) банка    б) штедилница    в) осигурителна компанија    г) фонд за незадолжително пензиско осигурување    д) инвестиционен фонд    ё) на берза

е) друго, специфицирај.....

**7. Која е причината за изборот на дадената финансиска институција?**

а) Стапката на оплодување на вложените средства;

б) Сигурноста на вложените средства;

в) Располагањето со поголем број на информации за понудата и финансиските инструменти што ги нуди дадената финансиска институција;

г) Недоволното познавање на карактеристиките на финансиските услуги и инструменти кои што се нудат од останатите финансиски институции;

д) Друго, специфицирај.....

**- КРАЈ -**

Добиените податоци во истражувањето се обработени со основните дескриптивни статистички постапки. Во просторот на дескриптивната статистика за секоја од варијабла се пресметани основните мерки на централна тенденција и дисперзија, како и групирање на резултатите во класи (фреквенциона анализа).

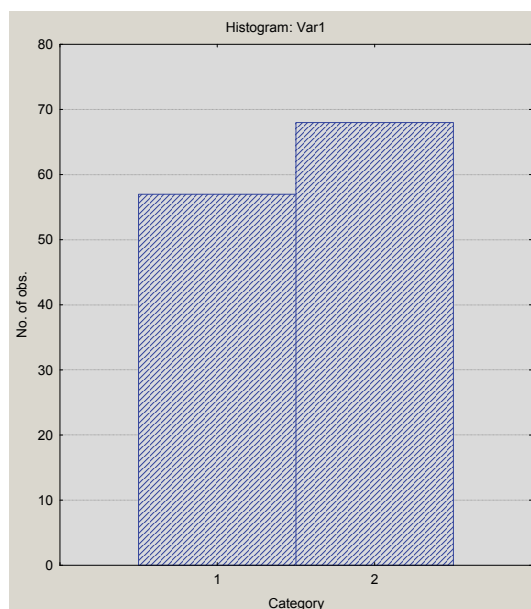
**ТАБЕЛА БР. 23: ДЕСКРИПТИВНА СТАТИСТИЧКА АНАЛИЗА НА ВАРИЈАБЛИТЕ**

	Valid N	Mean	Min	Max	Std.Dev.	Skewness	Kurtosis
<b>Var1</b>	125	1,54	1	2	0,50	-0,18	-2,00
<b>Var2</b>	57	1,72	1	3	0,59	0,15	-0,49
<b>Var3</b>	58	1,33	1	2	0,47	0,75	-1,48
<b>Var4</b>	66	1,33	1	2	0,48	0,72	-1,52
<b>Var5</b>	42	2,76	1	5	1,54	-0,08	-1,76
<b>Var6</b>	85	2,09	1	6	1,77	1,26	-0,02
<b>Var7</b>	85	1,84	1	4	0,78	1,06	1,38

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

Анализирајќи ги податоците добиени во Табела бр. 16 каде се дадени основните статистички параметри на 7 варијабли може да се констатира дека дистрибуцијата на резултатите кај повеќето варијабли во главно се движат во границите на нормалната распределба, а извесно отстапување од нормалната распределба покажуваат само 5 и 6 варијабла (заради содржината на 5-та варијабла: не е во прилог на штедењето и заради 7-те модули за одговор кај шестата варијабла). Пресметаните мерки на варијабилност (Std.Dev., Skewness, Kurtosis и KV%) со мали исклучоци покажуваат релативно висок степен на хомогеност во однос на просечните вредности кај сите варијабли. Заедничка карактеристика за анализираните варијабли е тоа што нивните просечни вредности се нешто повеќе поместени кон зоната на помалите вредности, што го дефинира односот на испитаниците по однос на штедењето т.е. дека генерално малку се штеди, а причината за тоа ќе произлезе од останатите варијабли. Ваквата констатирана манифестна состојба на варијаблите овозможува солидна претпоставка за понатамошна обработка на добиените податоци, бидејќи дава можност да одговори на потребите на ова истражување. Во табелите коишто следуваат се прикажани добиените податоци од методот на групирање на резултатите во класи (фреквенциона анализа) за сите применети варијабли.

Во однос на првото прашање кое има за цел да истражи колкав дел од домаќинствата штедат, уште на самиот хистограм може да се констатира дека помалку од половината испитаници штедат на ниво на домаќинство.

**ХИСТОГРАМ БР. 1: КОЛКАВ ДЕЛ ОД ДОМАЌИНСТВОТА ШТЕДАТ**

ЛЕГЕНДА: 1-Домаќинства кои штедат; 2-домаќинства кои немаат заштеда

*Извор: обработка на авторот*

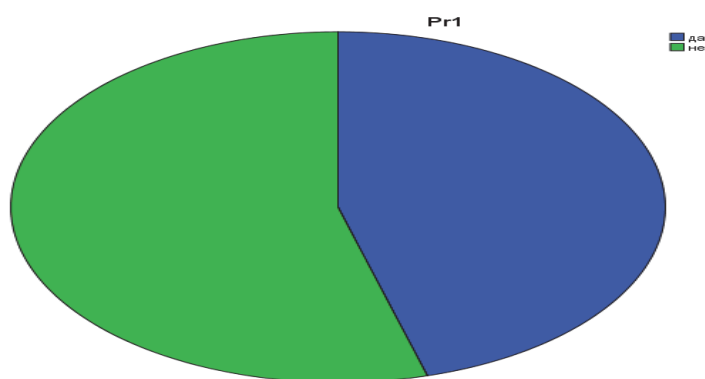
**ТАБЕЛА БР. 24: КОЛКАВ ДЕЛ ОД ДОМАЌИНСТВОТА ШТЕДАТ**

Одговори	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Да	57	45,6	45,6	45,6
Не	68	54,4	54,4	100,0
Total	125	100,0	100,0	

*Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот*

Јасен преглед може да се добие од дијаграмот подолу на кој се гледа дека 45,6 % од испитаниците штедат додека останатите 54,4 % не штедат.

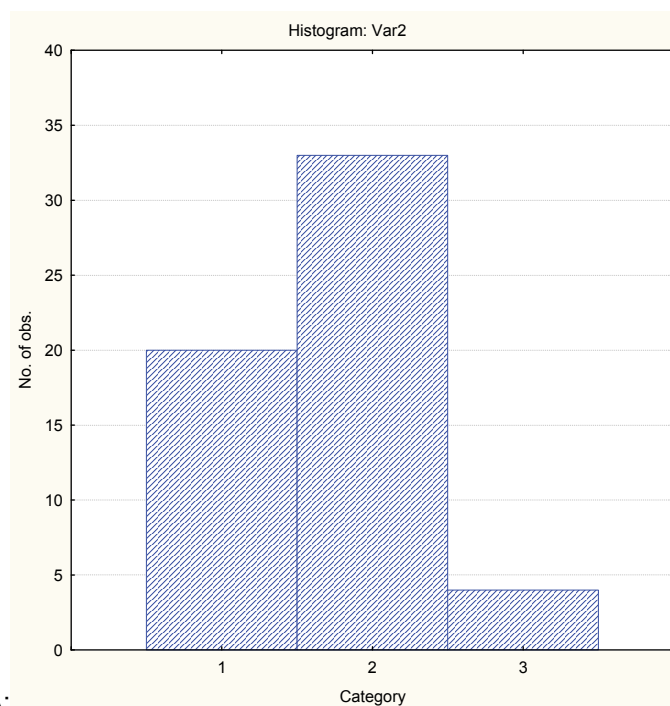
ГРАФИКОН БР.38: КОЛКАВ ДЕЛ ОД ДОМАЌИНСТВОТА ШТЕДАТ



Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

Целта на второто прашање или поставената втора варијабла е да се утврди висината на штедење од вкупниот приход на ниво на домаќинство, на испитаниците кои издвојуваат заштеда. Преку статистичката обработка на податоците се доби резултат преку кој се гледа дека во најголем процент и тоа 26,4 % се испитаниците одвојуваат од 10-25% заштеди од личниот доход, 16% од испитаниците издвојуваат под 10% од вкупниот годишен приход, 3,2% испитаници заштедуваат од 25% до 50%, над 50% не штеди никој, а остатокот од 54,4% испитаници немаат заштеди т.е. не го одговараат прашањето. Процентуалната валидна распределба на одговорите на оние кои штедат е: 35,1% штедат под 10%, 57,9% штедат од 10% до 25% и 7% од испитаниците штедат од 25% до 50%. Во суштина оваа варијабла е хомогена на претходната и оди во прилог на хипотезата дека малку се штеди.

### ХИСТОГРАМ БР. 2: КОЛКАВ ДЕЛ ОД ПРИХОДОТ СЕ ШТЕДИ



ЛЕГЕНДА:

1- под 10%; 2- од 10% до 25%; 3-од 25% до 50%; 4- над 50%

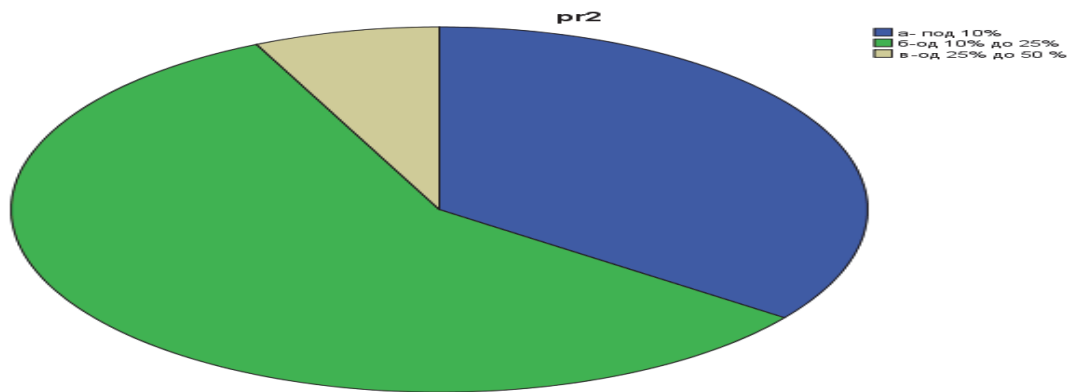
Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

ТАБЕЛА БР.25: КОЛКАВ ДЕЛ ОД ПРИХОДОТ СЕ ШТЕДИ

Одговори	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid а- под 10%	20	16,0	35,1	35,1
б-од 10% до 25%	33	26,4	57,9	93,0
в-од 25% до 50%	4	3,2	7,0	100,0
%				
Total	57	45,6	100,0	
Missin System	68	54,4		
g				
Total	125	100,0		

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

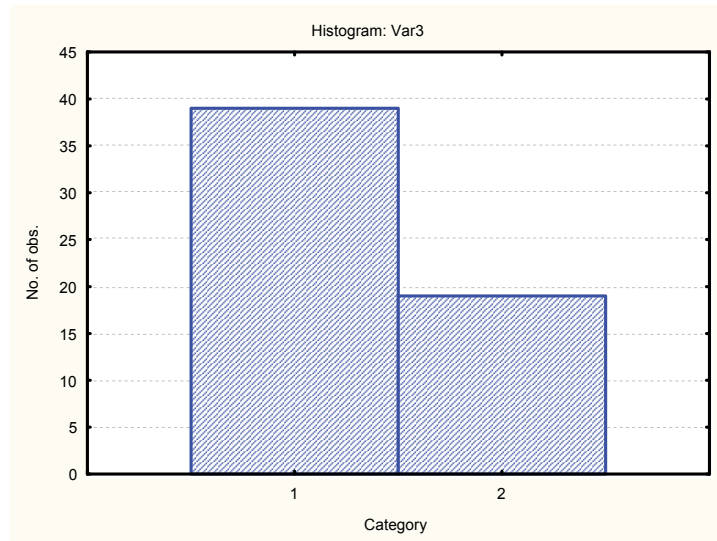
ГРАФИКОН БР. 39: КОЛКАВ ДЕЛ ОД ПРИХОДОТ СЕ ШТЕДИ



Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

За да се утврди колкав дел од испитаниците кои штедат вложуваат во финансиски институции, а колкав дел чуваат заштеди под перница, беше земена предвид варијаблата број 3, при што се утврдува дека 31,2% од испитаниците ја вложиле заштедата во финансиска институција, 15,2% не ја вложиле во финансиска институција, а останатите 53,6% немаат заштеда т.е. не одговараат на прашањето. При тоа валидниот процент на оние кои штедат и кои би вложиле во финансиска институција изнесува: 67,2% од испитаниците ги вложуваат заштедите во финансиска институција и 37,8% од испитаниците не вложуваат. Подолу е поместено и графичкото претставување на добиените резултати:

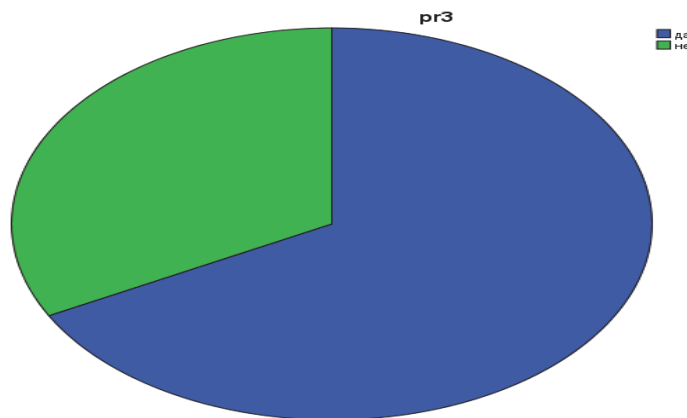
### ХИСТОГРАМ БР. 3: ДАЛИ ЗАШТЕДИТЕ СЕ ВЛОЖУВААТ ВО ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ



ЛЕГЕНДА: 1-да; 2- не

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

### ГРАФИКОН БР. 40: ДАЛИ ЗАШТЕДИТЕ СЕ ВЛОЖУВААТ ВО ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ



Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот



**ТАБЕЛА БР.26: ДАЛИ ЗАШТЕДИТЕ СЕ ВЛОЖУВААТ ВО ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ**

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Да	39	31,2	67,2	67,2
	Не	19	15,2	32,8	100,0
	Total	58	46,4	100,0	
Missing	System	67	53,6		
g Total		125	100,0		

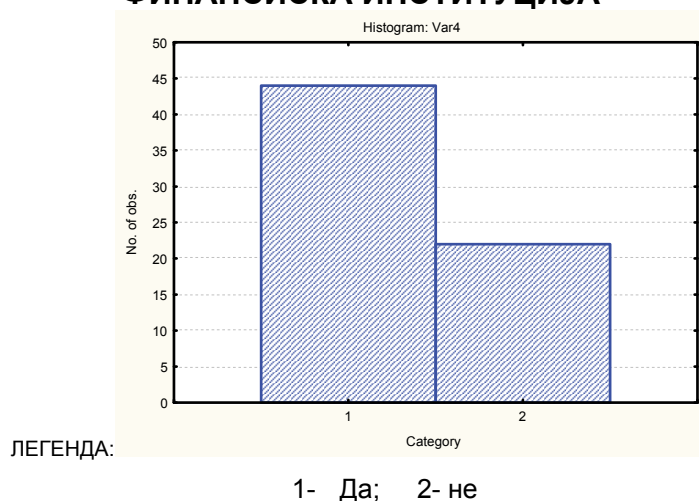
*Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот*

Прашањето или варијаблата бр. 4 е креирано со цел да се види колкава е довербата во финансиските институции на оние кои не штедат и како би се однесувале тие доколку имаат заштеда (би вложиле во финансиска институција или не). При тоа валидната процентуална зафатнина на одговорите укажува дека 66,7% од испитаниците кои немаат заштеди, доколку издвојат заштеда би ја вложиле во финансиска институција а 33,3% од нив не би вложиле во финансиска институција, што е резултат кој во голема мера е компатибилен со резултатот од претходната варијабла 3 која се однесува на однесувањето на испитаниците кои имаат реални заштеди.

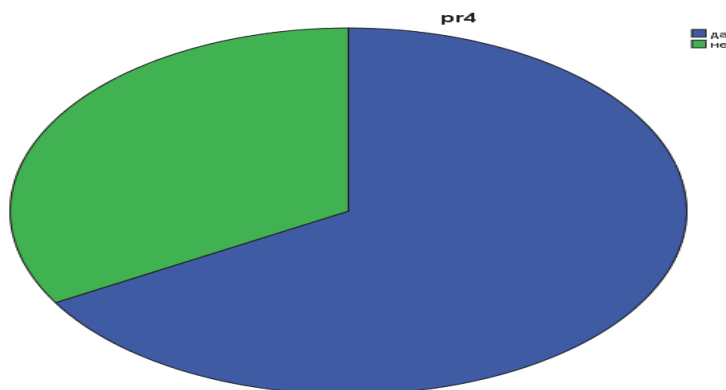
**ТАБЕЛА БР. 27: ДАЛИ ПОТЕНЦИЈАЛНИТЕ ШТЕДАЧИ БИ ВЛОЖИЛЕ ВО ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА**

Одговори		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Да	44	35,2	66,7	66,7
	Не	22	17,6	33,3	100,0
	Total	66	52,8	100,0	
Missing	System	59	47,2		
Total		125	100,0		

*Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот*

**ХИСТОГРАМ БР.4: ДАЛИ ПОТЕНЦИЈАЛНИТЕ ШТЕДАЧИ БИ ВЛОЖИЛЕ ВО ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА**

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

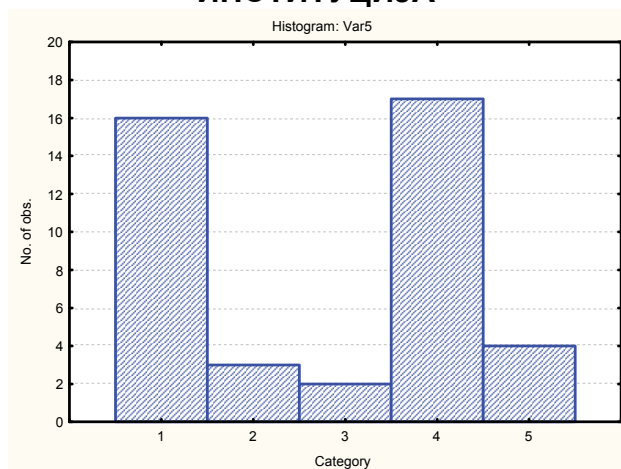
**ГРАФИКОН БР.41: ДАЛИ ПОТЕНЦИЈАЛНИТЕ ШТЕДАЧИ БИ ВЛОЖИЛЕ ВО ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА**

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

5-то прашање беше дефинирано со цел да се утврдат причините за невложување на испитаниците во некоја финансиска институција. При тоа валидниот процент на застапеност на одговорите (кај 40-те испитаника кои не вложуваат или не би вложиле во финансиска институција) се следниве: 38,1% како причина за невложување ја издвоиле постојаната потреба од резерви на готови пари (ликвидни средства) на домаќинството, 7,1% - непостоењето на финансиски инструменти во кои би вложиле, а што ќе

одговараат на барањата и потребите на домаќинството, 4,6%- недоволното познавање на начините, условите за вложување во финансиските институции, како и придобивките и ризиците од вложување во финансиските инструменти, доминантни 40,5% од испитаниците одговориле дека причина е недовербата во финансиските институции и 9,5% -друго: специфицирано дека би вложиле во отпочнување на сопствен бизнис.

### ХИСТОГРАМ БР. 5: ПРИЧИНИ ЗА НЕВЛОЖУВАЊЕ ВО ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА

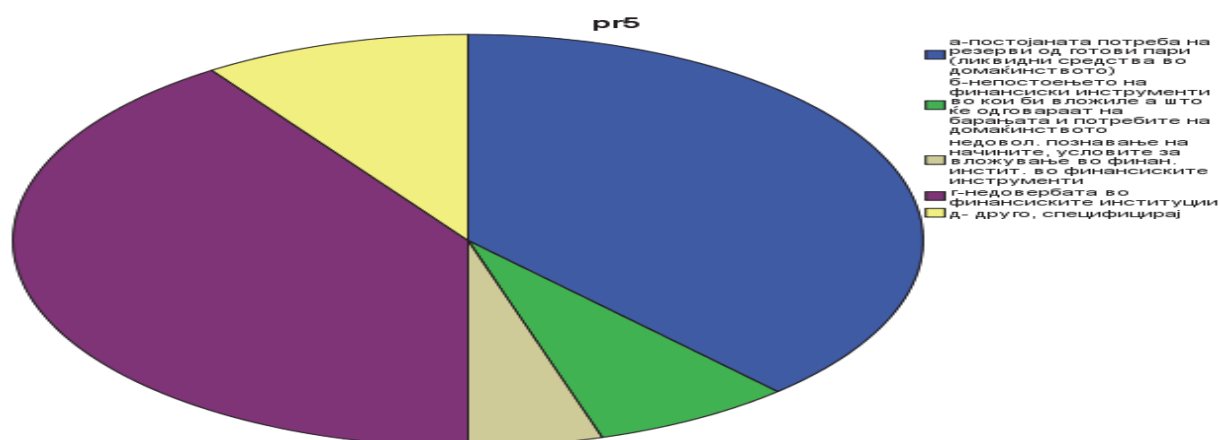


ЛЕГЕНДА:

- 1-Постојаната потреба од резерви на готови пари (ликвидни средства) на домаќинството;
- 2- Непостооењето на финансиски инструменти во кои би вложиле, а што ќе одговараат на барањата и потребите на домаќинството;
- 3-Недоволното познавање на начините, условите за вложување во финансиските институции како и придобивките и ризиците од вложување во финансиските инструменти;
- 4- Недовербата во финансиските институции;
- 5- Друго, специфицирај

*Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот*

**ГРАФИКОН БР.42: ПРИЧИНИ ЗА НЕВЛОЖУВАЊЕ ВО ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА**



Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

**ТАБЕЛА БР.28: ПРИЧИНИ ЗА НЕВЛОЖУВАЊЕ ВО ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА**

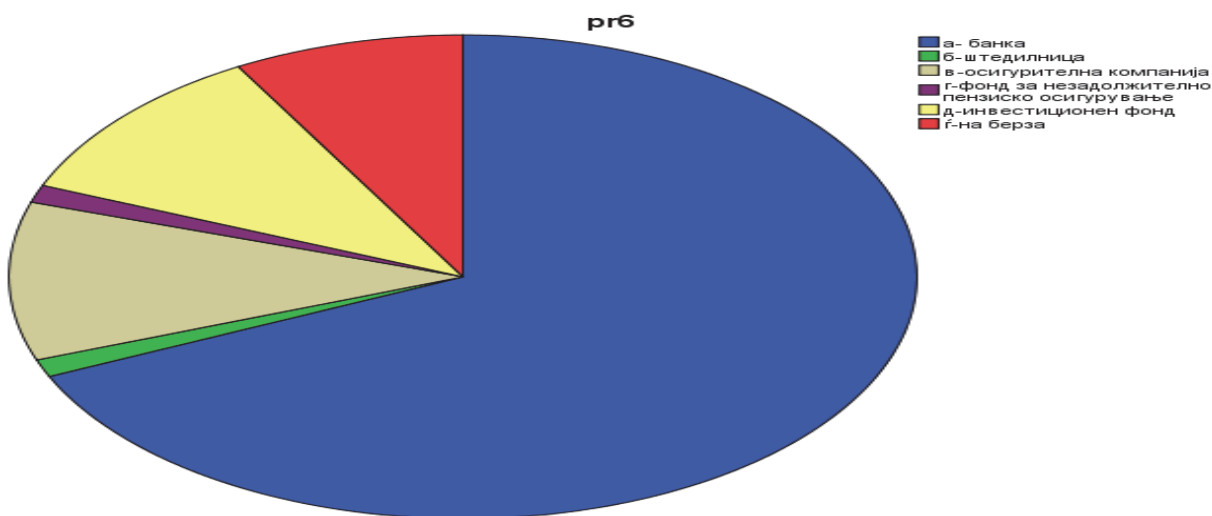
Одговори	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid а-постојаната потреба на резерви од готови пари (ликвидни средства во домаќинството)	16	12,8	38,1	38,1
б-непостоењето на финансиски инструменти во кои би вложиле, а што ќе одговараат на барањата и потребите на домаќинството	3	2,4	7,1	45,2
недовол. познавање на начините, условите за вложување во финан. инстит. во финансиските инструменти	2	1,6	4,8	50,0
г-недовербата во финансиските институции	17	13,6	40,5	90,5
д- друго, специфицирај	4	3,2	9,5	100,0

Total	40	33,6	100,0	
Missin System	85	66,4		
g				
Total	125	100,0		

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

6-то прашање или испитувана варијабла е поставено и го одговарале од вкупно 125 испитаника - 85 испитаника:штедачи и потенцијални штедачи кои вложуваат или би вложиле во финансиска институција. Целта е да се утврди каде би вложувале потенцијалните штедачи и каде вложуваат испитаниците кои имаат заштеди. При тоа резултатите од валидниот процент на одговорите се следни: 68,2% од испитаниците би вложиле или штедат во банка (се потврдува доминантноста на банките), 1,2%-во штедилница, 10,6% -во осигурителна компанија, 1,2% во фонд за незадолжително пензиско осигурување, 10,6% во инвестиционен фонд и 8,2% на берза.

**ГРАФИКОН БР.43: КАДЕ БИ ВЛОЖИЛЕ ПОТЕНЦИЈАЛНИТЕ ШТЕДАЧИ И КАДЕ ВЛОЖУВААТ ТЕКОВНИТЕ ШТЕДАЧИ**



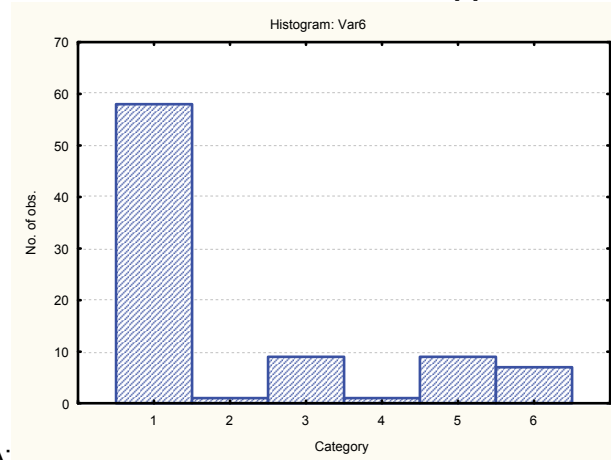
Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

**ТАБЕЛА БР.29: КАДЕ БИ ВЛОЖИЛЕ ПОТЕНЦИЈАЛНИТЕ ШТЕДАЧИ И КАДЕ ВЛОЖУВААТ ТЕКОВНИТЕ ШТЕДАЧИ**

	Frequen cy	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid а- банка	58	46,4	68,2	68,2
б-штедилница	1	,8	1,2	69,4
в-осигурителна компанија	9	7,2	10,6	80,0
г-фонд за незадолжително пензиско осигурување	1	,8	1,2	81,2
д-инвестиционен фонд	9	7,2	10,6	91,8
ѓ-на берза	7	5,6	8,2	100,0
Total	85	68,0	100,0	
Missin System	40	32,0		
g				
Total	125	100,0		

*Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот*

### ХИСТОГРАМ БР. 6: КАДЕ БИ ВЛОЖИЛЕ ПОТЕНЦИЈАЛНИТЕ ШТЕДАЧИ И КАДЕ ВЛОЖУВААТ ТЕКОВНИТЕ ШТЕДАЧИ



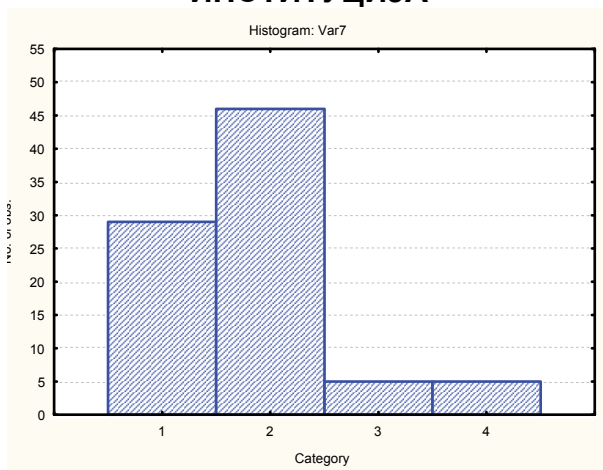
ЛЕГЕНДА:

1- банка; 2- штедилница; 3- осигурителна компанија; 4 - фонд за незадолжително пензиско осигурување; 5- инвестиционен фонд; 6- на берза; 7- друго, специфицирај.

*Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот*

Со цел утврдување на причината за избор на одредената финансиска институција, како последно прашање во анкетниот прашалник беше нотирано 7-то прашање. Од понудените одговори и избраните одговори евидентно е дека при изборот на испитаниците најзначајна им била сигурноста на вложените средства, што од друга страна повлекува заклучок дека постои аверзија во однос на поризичните финансиски инструменти. Валидниот процент на 85-те испитаника кои вложуваат или би вложиле во финансиска институција во делот на причините за избор на финансиска институција е следен: кај 34,1% испитаника - стапката на оплодување на вложените средства; кај 54,1% - сигурноста на вложените средства; кај 5,9% - располагањето со поголем број на информации за понудата и финансиските инструменти што ги нуди дадената финансиска институција; кај 5,9% -недоволното познавање на карактеристиките на финансиските услуги и инструменти коишто се нудат од останатите финансиски институции и 0% кај модулот: друго, специфицирај.

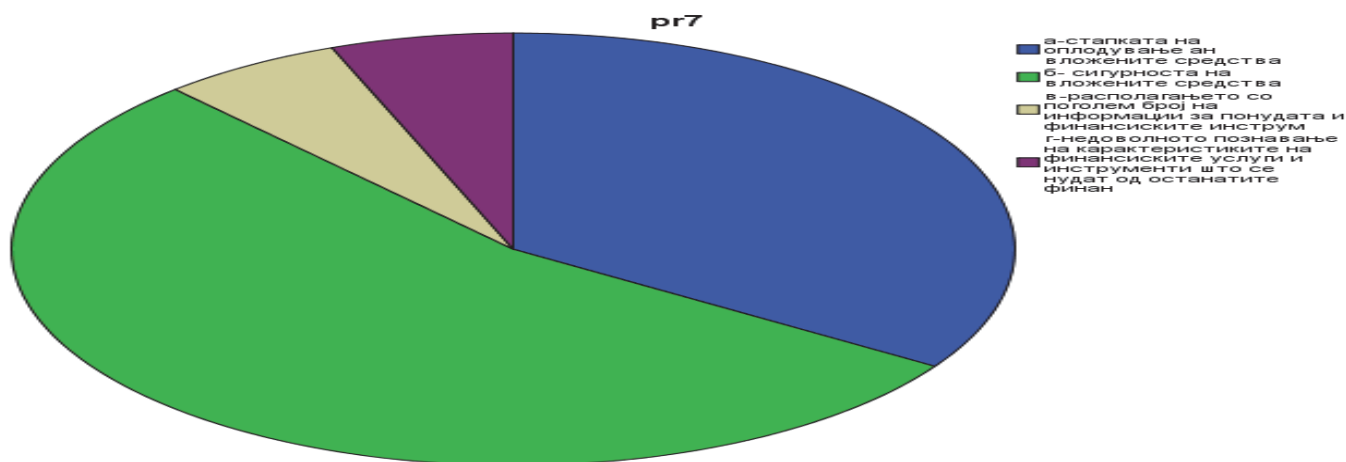
### ХИСТОГРАМ БР. 7: ПРИЧИНА ЗА ИЗБОР НА ОДРЕДЕНА ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА



ЛЕГЕНДА: 1 -стапката на оплодување на вложените средства; 2- сигурноста на вложените средства; 3 - располагањето со поголем број на информации за понудата и финансиските инструменти што ги нуди дадената финансиска институција; 4 -недоволното познавање на карактеристиките на финансиските услуги и инструменти кои што се нудат од останатите финансиски институции и 5- друго,специфицирај.

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

### ГРАФИКОН БР.44: ПРИЧИНА ЗА ИЗБОР НА ОДРЕДЕНА ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА



Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот



ТАБЕЛА БР. 30: ПРИЧИНА ЗА ИЗБОР НА ОДРЕДЕНА ФИНАНСИСКА ИНСТИТУЦИЈА

Одговори	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid а-стапката на оплодување на вложените средства	29	23,2	34,1	34,1
б- сигурноста на вложените средства	46	36,8	54,1	88,2
в-располагањето со поголем број на информации за понудата и финансиските инструменти	5	4,0	5,9	94,1
г-недоволното познавање на карактеристиките на финансиските услуги и инструменти што се нудат од останатите финанс	5	4,0	5,9	100,0
Total	85	68,0	100,0	
Missing System	40	32,0		
Total	125	100,0		

Извор: анкетен прашалник, обработка на авторот

Генерално, преку горенаведеното истражување би се потврдilo дека малку се штеди, испитаниците не се доволно запознати со финансиските услови и можности на пазарот и на финансиските институции (што остава простор за креирање и имплементирање на едукативни и промотивни кампањи во функција на подигање на свеста и едукација на економските агенти за условите, можностите и компаративните предности за вложување кои ги нудат финансиските институции и инструменти, посебно небанкарските, а со цел максимално канализирање на заштедите на населението во

финансиските институции, а потоа и во реалниот сектор, како и развивање и продлабочување на финансискиот систем), сигурноста на средствата е најважна, при што во изборот на штедачите изразена е доминантноста на банките (кои сè уште се конзервативни и традиционални во работењето) во однос на занемарливото учество на останатите финансиски институции и над 80% од вкупните туѓи извори на банкарски средства отпаѓа на депозитите на населението и на нефинансиските правни лица, при што дури 52% од вкупните средства банките ги покриваат од депозити на резидентно-домашни штедачи од секторот население. Сето ова, во услови на недоволно штедење повлекува и недоволно развиени финансиски институции, мал кредитен потенцијал, и ниско ниво на испорачана финансиска интермедијација за сервисирање на реалниот сектор т.е. на економскиот раст и развој во Р.Македонија. Додека штедната функција од една страна обезбедува поголем производствен потенцијал за создавање на добра и услуги а со тоа и повисок степен на квалитет на живот, кредитната функција од друга страна обезбедува поголема потрошувачка и повеќе инвестиции. Процесот на проста акумулација на капиталот која влијае на големината на финансискиот сектор, е претходник на процесот на финансиско продлабочување кој се рефлектира во ефикасноста на трансформацијата на заштедите во инвестиции, намалување на трошоците за финансиска интермедијација и ефикасна алокација на капиталот а со тоа и на вкупните ресурси во економијата.

### **5.6.3. КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НА БАНКАРСКИТЕ СИСТЕМИ И НИВНОТО ВЛИЈАНИЕ ВРЗ ЕКОНОМСКИОТ РАСТ ВО МАКЕДОНИЈА И ЗЕМЈИТЕ НА ЦИЕ И ЈИЕ ПРЕД ПОЧЕТОКОТ НА КРИЗАТА<sup>123 124</sup>**

Најчесто развиеноста и длабочината на банкарскиот систем се анализира преку соодносот вкупни кредити и вкупни депозити, годишен пораст на приватни кредити и годишен пораст на краткорочни депозити. Коефициентот вкупни кредити/вкупни

<sup>123</sup> ЦИЕ е кратенка за земјите на Централноисточна Европа: Полска, Чешка, Унгарија, Естонија, Литванија, Латвија, Словачка и Словенија

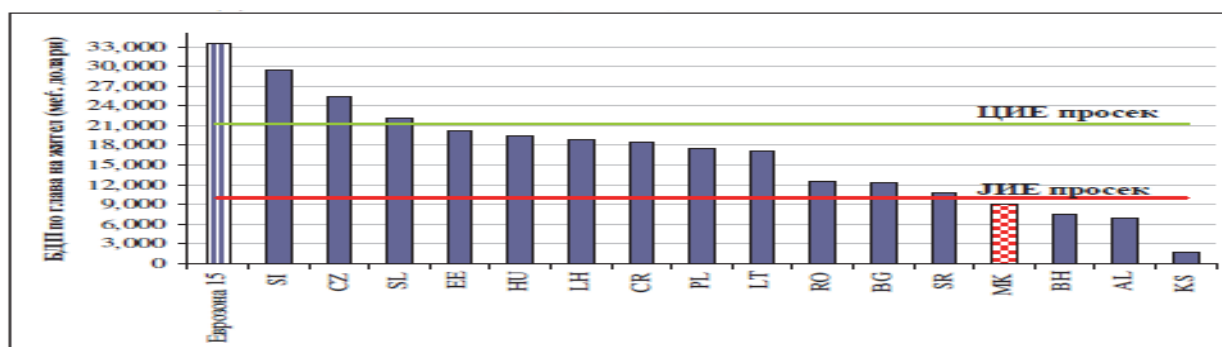
<sup>124</sup> ЈИЕ е кратенка за земјите од Југоисточна Европа: Македонија, Хрватска, Србија, Босна и Херцеговина, Албанија, Косово, Романија и Бугарија

депозити е мерка за тоа колкав дел од депозитите се трансформирани во кредитна маса, а оттука во инвестиции и потрошувачка.

Едно истражување (Николоска, 2009) чиј главен предмет на опсервирање се наведените соодноси, сублимирало дека просечната вредност на коефициентот вкупни кредити/вкупни депозити има растечки тренд во интервалот од 2006-2008 година и се движи од 1,06 до 1,14. Во рамки на анализираниите три години (пред ефектите на последиците од глобалната економска криза), Македонија остварила најголемо зголемување во споредба со земјите од групата ЈИЕ, но сè уште заостанува зад Романија(1,3), Србија (1,3) и Бугарија(1,2). Високата стапка на пораст на приватните кредити се одраз на понискиот почетен развој на земјите од ЈИЕ како и поголемите развојни потреби на овие економии во однос на ЦИЕ и еврозоната. Годишниот раст на земјите на ЈИЕ во 2006 година изнесува 34,7%, во 2007 – 44,6%, во 2008 година – 29,6%, а е повисок за 2,5%; 13,4%; и 12,0% соодветно од земјите на ЦИЕ и за 2,7%; 33,0% и 22,0% соодветно од просекот на Еврозоната. Во 2008 година, Македонија го надминува просекот на ЈИЕ за 5,3% за разлика од претходните години кога мерката е под просекот на групата што е како резултат на процесот на развој на банкарскиот систем и економскиот циклус, додека во однос на земјите од ЦИЕ, Македонија во 2008 година бележи двојно повисока стапка на раст на приватните кредити. Стапките на раст на краткорочните депозити или штедењето во 2006 и 2007 година кај земјите на ЈИЕ се повисоки во однос на земјите од ЦИЕ за 15,9% и 25,8% соодветно. Во 2008 година оваа стапка во земјите на ЈИЕ изнесуваше 0,8% а во земјите во ЦИЕ навлезе во негативната зона од -5,8%, како резултат на намалената склоност кон штедење и дефицитарната ликвидност при налетот на глобалната економска криза. Во Македонија во 2006 година стапката на раст на краткорочните депозити изнесува 23,2% (близу до просекот на ЈИЕ), во 2007 година изнесува 51,2% (и е повисока од просеците на ЈИЕ и ЦИЕ) додека во 2008 година порастот е 23,4%. Овој тренд е од суштествена важност за земјата, затоа што депозитната маса е основа за раст на приватните кредити. Показателот за ефикасноста на банките како мерка за големината на оперативните трошоци во однос на вкупните приходи и мерката ROA – мерка за поврат на средствата се индикатори кои ги користиме за да ја анализираме профитабилноста и ефикасноста на банкарскиот

систем. Во 2007 и 2008 година во земјите на ЈИЕ оперативните трошоци се зголемуваат од 41,5% на 48%, ROA се намалува од 1,7% на 1,6%, додека економскиот раст бележи пад од 6,2% на 5,6%. Кај земјите на Еврозоната постои зголемување на оперативните трошоци од 105,1% во 2007 година и од 99,8% во 2008 година во однос на 2005 и 2006 година, соодветно и намалување на ROA до -0,2% во 2008 година, што е паралелно со податокот за намалување на економскиот раст од 2,7% на 0,7%. Кај земјите на ЦИЕ, ROA показателот во 2008 година бележи пад од 27,4% и изнесува 1,2%, паралелно со намалувањето на економскиот раст од 7,2% на 1,7%. Кај нас, во интервалот од 2005 до 2007 година е забележан тренд на намалување на оперативните трошоци од 75,2% на 58,4% од вкупните приходи и паралелно зголемување на профитабилноста од 1,2% на 1,8%, што е како резултат на зголемување на ефикасноста на банкарскиот сектор, додека во 2008 година оперативните трошоци изнесуваат 62,2% од вкупните банкарски приходи и се проследени со пад на ROA од 1,8% на 1,4%, а паралелно со тоа е забележан и пад на економскиот раст од 5,9% на 4,9%. Просечниот БДП по глава на жител за 2008 година во земјите на ЦИЕ изнесува 21 271 американски долари, во земјите на ЈИЕ 11 126 американски долари, а во Р.Македонија 9 157 американски долари.<sup>125</sup>

**ГРАФИКОН БР. 45: БДП ПО ГЛАВА НА ЖИТЕЛ ВО 2008 ПО ОДДЕЛНИ ЗЕМЈИ**

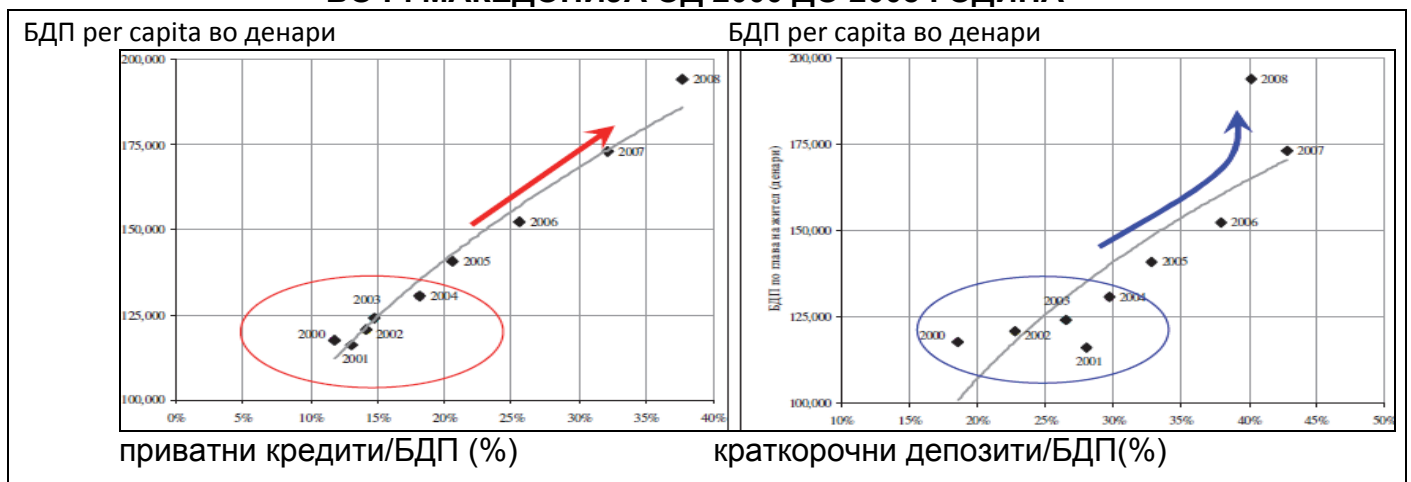


Извор: *World economic outlook*

<sup>125</sup> Николоска Благица (2009) - *Анализа на улогата на банкарскиот систем во економскиот раст во Р. Македонија*, НБРМ, 2009

Анализата на потенцијалната врска помеѓу банкарската длабочина и економскиот раст за земјите од ЈИЕ и ЦИЕ, мерена преку показателите за приватни кредити/БДП и БДП per capita, покажува постоење на растечки тренд на коефициентот на корелација помеѓу овие две променливи од 69,3%, што пак укажува на позитивна поврзаност помеѓу нив. Коефициентот на корелација помеѓу приватните кредити/БДП и БДП per capita за Македонија изнесува 99,6%, а коефициентот на корелација помеѓу краткорочните депозити/БДП и БДП per capita изнесува 88,2% (Николоска, 2009).

**ГРАФИКОН БР.46 : ПОКАЗАТЕЛИ ЗА ДЛАБОЧИНАТА НА БАНКАРСКИОТ СИСТЕМ ВО Р. МАКЕДОНИЈА ОД 2000 ДО 2008 ГОДИНА**



Извор: Николоска Благица (2009) - *Анализа на улогата на банкарскиот систем во економскиот раст*, НБРМ, 2009

Подолу ќе ги изнесеме главните заклучоци од емпириска анализа за влијанието на банките во Р.Македонија врз економскиот раст, во периодот од 2000 до 2008 година (пред почетокот на кризата), којашто користи стандардна регресија на раст (Николоска, 2009):

$$\text{БДП раст} = \alpha + \beta_1 \times \text{инвестиции/БДП} + \beta_2 \times \text{јавна потрошувачка/БДП} + \beta_3 \times \text{инфлација} + \beta_4 \times \text{трговска отвореност} + \gamma_1 \times \text{мерка банкарски развој} + \varepsilon$$

На оваа регресија и се додадени мерки за ефикасноста на банкарскиот систем: приватни кредити/БДП, ликвидни обврски (депозити по видување и краткорочни депозити на нефинансиски субјекти)/БДП, вкупна актива на банкарскиот сектор/БДП, оперативни

трошоци/вкупна актива и нето каматна маржа (нето-каматни приходи /вкупна актива). За истражувањето се користени квартални податоци за временскиот интервал 2000-2008 година и методот на најмали квадрати, генерализираниот метод на моменти (за да се корегира потенцијалната ендегеност на моделот) и метод на векторска корекција на грешка (за да се оддели долгорочниот од краткорочниот ефект).

Сублимат од ова истражување е дека врската помеѓу развиеноста на банкарскиот систем и економскиот раст во Р. Македонија е позитивна и високо значајна и во просек големината на таа врска се движи од:

- ✓ 0.36%-но до 1,5%-но зголемување на БДП кога приватните кредити/БДП растат за 1%;
- ✓ од 0,39%-но до 0,97%-но зголемување на БДП кога ликвидните обврски /БДП растат за 1%;
- ✓ од 0,18%-но до 1%-но зголемување на БДП кога вкупната актива/БДП расте за 1% и
- ✓ од 0,86%-но до 1,49%-но зголемување на БДП кога нето каматната маржа расте за 1%.

Резултатите од друга емпириска анализа (Наумова, 2013) врз случајот на Македонија, која најнапред започнува со презентација на долгорочната врска помеѓу БДП и функциите на банкарскиот сектор преку посебна форма на двојна логаритамска функција заснована на VEC (Vector Error Correction) моделот, се добиени преку истражувањето кое е засновано врз прикажаниот алтернативен модел:

$$\ln \text{GDP}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln \text{TRADE}_t + \alpha_2 \ln \text{CORPC}_t + \alpha_3 \ln \text{RESAL}_t + \alpha_4 \ln \text{SMOB}_t \times \ln \text{RESAL}_t + \alpha_5 \ln \text{SMOB}_t \times \ln \text{ETRAD}_t + \alpha_6 \ln \text{SMOB}_t \times \ln \text{DRISK}_t + \alpha_7 \ln \text{CRISIS}_t + \varepsilon_t.$$

При тоа, SMOB ја прикажува мобилизацијата на заштедите (депозити/(вкупни средства–вкупни пласирани кредити)); DRISK-диферзификација на ризикот (кредити дадени во една дејност/вкупно дадени кредити во сите дејности); RESAL-алокација на ресурсите (кредити дадени во приватниот сектор во производна дејност/вкупно дадени кредити); CORPC- коопоративна контрола (банкарски кредити дадени на матични субјекти/ вкупно дадени кредити) и ETRAD-олеснување на размената (вкупно дадени кредити/вкупно примени депозити); TRADE-показател за трговска отвореност (вкупен

извоз+вкупен увоз)/БДП) и CRISIS-вештачка варијабла што ја претставува финансиската криза. Резултатите добиени врз основа на алтернативниот модел на коинтеграциското равенство покажуваат дека постои долгорочна врска помеѓу променливите. Четири од шест променливи се статистички значајни на ниво од 1% (интеракциска врска на SMOB со RESAL, DRISK и ETRAD поодделно како и CRISIS). Знаците пред коефициентите на сите променливи се во согласност со теоретските очекувања. Констатирано е позитивното влијание на БДП врз мобилизацијата на заштедите, алокацијата на ресурсите и финансиското посредување како и негативното влијание на БДП врз несоодветната диверзификација на ризикот и кризите. Ефектите од промовирање на растот од страна на банкарскиот сектор произлегуваат не само од порастот на заштедите и инвестициите, туку и од порастот на маргиналната стапка на поврат на инвестициите, која е резултат на поефикасната алокација на заштедите помеѓу потенцијалните инвестиции. Ефектите на економскиот раст кои произлегуваат од подобрената алокација на ресурсите можат да бидат од поголемо значење за економскиот раст отколку самото зголемување на заштедите и инвестициите. Согласно ова истражување, активностите на македонските банки е препорачливо да бидат насочени кон максимизирање на мобилизираните заштеди и нивна употреба за кредитирање на квалитетни и високоприносни инвестициони проекти кои имаат најголем потенцијал да влијаат на економскиот раст во земјата (Наумова, 2013).

#### 5.6.4. СИЛНИТЕ И СЛАБИТЕ СТРАНИ НА БАНКАРСКИОТ СЕКТОР ВО ЗЕМЈАВА

Релативната неразвиенаост, плиткост и недоволна интегрираност на финансискиот систем во Македонија беше најголема заштита при налетите на глобалната економска криза. Имајќи ја предвид доминацијата и улогата на банкарскиот систем како потсистем на финансискиот систем, подвлекуваме дека *конзервативноста на банките* како класични кредитно-депозитарни институции, *отсуството на сложени финансиски инструменти* во нивните портфолија, *невпуштањето во водите на инвестиционото банкарство* како и *високата стапка на адекватност на капиталот*

беа силни одбрамбени стожери од кризата во финансискиот систем. *Високата стапка на адекватност на капиталот* во износ од 16,4% (во 2009 година), наспроти потребниот минимум во БАЗЕЛ од 8%, *високиот износ на ликвидноста во банките* и направените стрес тестови од страна на тимот на ММФ и Светска банка, говорат дека банките се спремни да ги покријат загубите во случај на некои шокови, а во профилот на ризиците доминира кредитниот ризик. Општа оценка е дека со Законот за банки од 2007 година е направен голем исчекор напред во *јакнењето на регулативата и супервизорските политики*, процедури и практики, а во насока на нивно усогласување со базелските принципи.

Отпорноста на банкарскиот систем во транзиционите економии се должи на нивната структурна неразвиеност и релативно малата задолженост, а македонските банки се карактеристичен пример за тоа (Петковски, 2009 б):

- ❖ Кредитната пенетрација на македонските банки изнесуваше околу 36% од БДП на крајот на 2007 година, наспроти 132% од БДП во развиените земји и 71% во брзорастечките економии.
- ❖ Македонскиот банкарски деловен модел е доста конзервативен, што значи дека кредитната експанзија е главно финансирана од депозитите, а помалку преку меѓународните кредитни линии и од домашниот меѓубанкарски пазар. Коефициентот кредити/депозити изнесува околу 88% кај нас, што е многу пониско од 135% во развиените земји, но повеќе од Азија каде што изнесува 80%.
- ❖ Во Македонија не се случи бум на цените на недвижностите, каков што беше забележан за САД и во други развиени земји па дури и во регионот на Централна и Источна Европа. Хипотекарните кредити изнесуваат само 3% од БДП споредбено со над 10% во некои транзициони економии (Чешка, Унгарија), 59% во развиениот свет и 14% во Азија.
- ❖ Нашиот банкарски систем е доволно капитализиран, што го прави отпорен на различни видови шокови. Коефициентот на адекватност на капиталот од 17% во 2007 година е повисок од сите транзициони економии, членки на ЕУ.

Заклучно со 30.06.2010 г., сите банки во Р. Македонија беа усогласени со новите капитални стандарди воведени со Базел 3, чијшто краен рок за меѓународна примена е



2019 година. Во тој временски пресек сите банки имаа адекватност на капиталот над 10,5%. Дури шест банки имаа стапки на адекватност на капиталот над 30%.

Во делот на ризиците на кои би требало да внимаваат банките во транзиционите економии се *учеството на странската сопственост* кај домашните банки и можноста за *прелевање на турбуленциите од банките мајки* кај домашните банки. Странските банки поседуваа од 60% до 90 % од активата на банкарските системи во Централна и Источна Европа. Вториот ризик се однесува на контракцијата во реланиот сектор што индиректно повлекува *ризик за неисплаќање* на веќе пласираните кредити и намалување на кредитната способност на економските агенти или *индиректен кредитен ризик*. Како слаби страни на македонскиот банкарски систем ќе ги наведеме:

- Доминантната сопственост на странски банки: 11 од вкупно 18 банки имаат странски гнезда а 86% од вкупната актива на сите банки е во странска сопственост (што може да значи и поголема изложеност на овие институции на екстерните шокови кај матичните земји и проблеми поврзани со акуелното раздолжување на матичните банки);
- Над 70% од капиталот и депозитите на македонските банки се чуваат во странски банки (Швајцарија, Германија, Австрија и др.). Во случај на системска криза во европскиот банкарски систем, депозитите на нашите банки во странските банки нема да имаат привилегиран статус;
- Над 80% од туѓите банкарски извори на средства се на име домашни депозити и од нив се покриваат активностите на нашите банки, додека само мал дел од изворите на средства се финансираат преку странски кредитни линии (НБРМ 2004-2013). При исполнување на сценариото „навала на банките” и нагло повлекување на депозитите од страна на штедачите, би дошло до состојба на несолвентност или банкрот на банките (Петковски, 2009 б). Сепак, за да се отстрани можноста за ваква појава, постои Фондот за осигурување на депозити.

## 5.7. ЗНАЧЕЊЕТО НА НЕБАНКАРСКИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО ЗЕМЈАТА

Небанкарските финансиски институции во земјава во 2012 година учествуваа со 11,5% во вкупната финансиска актива, додека нивното процентуалното учество во БДП за истата година изнесува 10% што е мал тренд на пораст во однос на 2010 година, кога соодносот вкупна актива на небанкарски финансиски институции/БДП изнесуваше 8,1%. Ова се индикатори коишто го потврдуваат скромното влијание на овие институции за целокупната економија. Специфично за овој институционален сегмент е што дава силен придонес за продлабочувањето и развивањето на финансиските пазари преку создавањето и понудата на широк спектар нови финансиски инструменти и зголемување на конкурентноста во секторот, учествува во поттикнување на штедењето, концентрација и ефикасна алокација на капиталот, развој на соодветна регулатива, креирање и развој на нови финансиски институции, зголемување на информираноста или со еден збор, развој на целокупната финансиска инфраструктура и економија. Токму затоа, императив повеќе за секоја економија е да обезбеди услови и механизми кои што ќе го поттикнат развојот на небанкарските финансиски институции во сопствената економија.

### 5.7.1. ШТЕДИЛНИЦИТЕ КАКО ДЕПОЗИТНИ ИНСТИТУЦИИ ВО ЗЕМЈАВА

Со незначително учество во сите сегменти од работењето на депозитните институции во Република Македонија и со релативно ограничен делокруг на активности коишто ги извршуваат, штедилниците имаат мало значење за финансискиот систем во Република Македонија. Законски минимум е штедилниците во Р. Македонија да располагаат со минимум капитал од 150.000 евра. Имаат прилично ограничен делокруг на работа, претежно со населението односно со поединци. Прибираат денарски и штедни влогови од физички лица, а можат да подигаат кредити од банки и штедилници. Упатени се на кредитирање на физички лица или правни лица, доколку висината не е поголема од 30% од гарантниот капитал. Средствата што нема да бидат искористени за овие основи, можат да се користат за купување на краткорочни хартии од вредност и

одобрување на кредити на правни лица преку банка, со банкарска гаранција. Во рамки на дејноста, штедилниците можат да извршуваат и финансиски-консалтинг услуги. Развојот на македонските штедилници беше сериозно попречен од пропаѓањето на неколку штедилници, меѓу кои најзначајна беше ТАТ, што се должи на неуспехот на државната регулација. Нивната улога во рамки на банкарскиот сектор е маргинализирана. Во 2009 година во земјава функционираат вкупно 10 штедилници, а во 2010 година бројот се намалува на 8 штедилници (нивниот број е речиси преполовен во последните седум години), а во 2012 година нивниот број е 7 штедилници. Нивните вкупни средства во 2010 година во вредност од 2 986 милиони денари во финансиската структура учествуваат со 1,1% а во БДП со 0,7%, додека во 2012 година нивните вкупни средства изнесуваат 2 827 милиони денари т.е. 0,7% од вкупната финансиска актива и 0,6% од БДП. Износот на депозитите во штедилниците е мал (во 2010 година тие изнесуваат 661 милиони денари или 0,31% од вкупните депозити и 0,45% од депозитите на населението на ниво на депозитните институции). Депозитите се осигурени во Фондот за осигурување депозити, согласно со законските прописи.

Најголемиот ризик на овој сегмент од финансискиот систем произлегува од неизвесноста за економската одржливост на штедилниците, поради потешкотиите за целосно почитување на строгите стандарди за банкарско работење и силната конкуренција од банките коишто во последните години го развиваат банкарството на мало, во услови на ограничување на видот и обемот на активностите на штедилниците. Оттука, во нивна поддршка беа и законските измени кои на штедилниците им овозможуваат без претходна ликвидација, да можат да се припојат кон или да се трансформираат во банка.

Според податоците на НБРМ, во 2010 година, активата на штедилниците продолжи да се намалува за 296 милиони денари, или за 9% (во споредба со намалувањето во 2009 година за 6,2%), а овој тренд поради намалениот обем на активности е присутен и денес. Средствата на штедилниците во 2012 година се намалија за 336 милиони денари во однос на 2011 година. Кредитите на нефинансиските субјекти, во текот на 2010 година, се намалија за 422 милиона денари и изнесуваа 2 353 милиони денари, а во 2012 година намалувањето беше во износ од 272 милиони денари.

Намалените активности на штедилниците во поголем дел се резултат на нивното намалено задолжување кај банките. Во текот на 2010 година, штедењето во штедилниците бележи извесно зголемување. На крајот на 2010 година, депозитите на физичките лица кај штедилниците се зголемија за 96 милиони денари, или за 17,0%, што во најголема мера се должи на порастот на орочените депозити на физички лица во денари кај една штедилница. Во 2010 година, депозитите на физичките лица изнесуваа 661 милион денари, од кои 74,4% се краткорочни. И во 2012 година е забележан тренд на раст на депозитите на домаќинствата за 16,1% или за 118 милиони денари.

Солвентноста на штедилниците во Република Македонија е исклучително висока. Стапката на адекватност на капиталот во 2012 година изнесува 51,9% (за споредба во 2010 година овој коефициент изнесуваше 43,0%) и е шест пати поголем од законскиот минимум од 8.%. Ова главно се должи на ограничениот делокруг на нивните активности (можат да прибираат депозити во висина најмногу до двојниот износ на нивните сопствени средства) и укажува дека штедилниците не претставуваат опасност за финансиската стабилност во земјава. Активностите на штедилниците се најмногу изложени на кредитниот ризик и стрес тестовите утврдиле дека во случај на целосна ненаплата на кредитите класирани во В, Г и Д категорија, загубите би се покриле со 31,2% од нивните вкупни средства. Во делот на ликвидносниот ризик, вкупната ликвидна актива на овој сегмент во однос на нивната вкупна актива изнесува 9%, а исто така исполнети се и стапките за ликвидност до 30 и до 180 дена.

Профитабилноста на штедилниците, паралелно на намалувањето на активностите, во последните години, исто така покажува намалување, како резултат на ограничените алтернативи на штедилниците за пласирање на слободните средства, при евентуално отсуство на соодветни клиенти за пласирање кредити. Така, во 2010 година, на ниво на сите штедилници беше прикажана добивка во износ од 36 милиони денари, којашто е помала за 14 милиони денари, односно за 27,4%, во споредба со претходната година (НБРМ, 2011). Во 2012 година трендот на намалување на добивката продолжи (иако сите седум штедилници прикажаа добивка) и истата изнесуваше 42 милиони денари-намалување од 26 милиони денари или за 38,1% во однос на претходната

година. Концентрацијата кај штедилниците е исклучително висока, затоа што дури 92% од вкупните средства на овој сектор се концентрирани во три штедилници.

### **5.7.2. ИНВЕСТИЦИОНИТЕ ФОНДОВИ И НИВНОТО ВЛИЈАНИЕ ВРЗ НАЦИОНАЛНАТА ЕКОНОМИЈА**

Инвестиционите фондови се финансиски посреднички институции формирани со цел да прибираат слободни средства од инвеститорите преку јавен повик и потоа тие средства да ги инвестираат во различни финансиски инструменти (акции, обврзници, благајнички записи, комерцијални записи, државни записи, сертификати за депозит и исправи за вложување во заеднички потфат). Нивна основна цел, освен остварувањето на тековен приход е и растот на капиталот.

Управувањето и следењето на активностите на отворениот фонд го врши исклучиво друштвото за управување, коешто има добиено дозвола за работа од Комисијата за хартии од вредност. Друштвото за управување се основа од домашни и/или странски физички и/или правни лица и не смее да започне со работа пред добивањето на дозвола за работење од Комисијата, а врз основа на претходно доставено барање за издавање дозволата за работа. Покрај друштвото, депозитната банка е институција без која не можат да се основаат и да функционираат инвестиционите фондови: таа обезбедува ликвидност на фондот и сигурност на реализацијата на трансакциите.

Инвестициските фондови им овозможуваат на инвеститорите да остварат заработувачка, главно, преку:

- исплата на дивиденда и камата врз основа на акциите/ обврзниците, што ги имаат во своите портфолија;
- капитална добивка, кога се зголемува пазарната вредност на акциите во портфолиото на фондот;
- нереализирана капитална добивка од непродадените акции во портфолиото. Тоа се случува кога менаџментот на фондот претпоставува дека пазарната цена на акциите и натаму ќе расте.

Како извори за раст на имотот на инвестициските фондови ќе ги нотираме: откупот на удели, раст (апредијација) на цената на хартиите на вредност во портфолиото, камата на обврзниците, дивиденда на акциите, нето капитална добивка остварена со купопродажба на хартиите од вредност и намалување на трошоците на работењето на фондот. Пад на вредноста на нето имотот настанува при повлекување на уделите од страна на инвеститорите (реоткуп на уделите), пад на цената (депредијација) на хартиите од вредност, остварување нето капитална загуба во текот на купопродажбата на хартиите од вредност, зголемување на трошоците на работење и сл. За да биде успешен еден фонд, тој мора да остварува определен минимален принос што во најмала рака ќе биде еднаков на безризичниот принос. Просечниот принос на фондот (под или над бенчмаркот) е главниот критериум според којшто се донесуваат инвестициските одлуки. За жал, податоците за состојбите под или над бенчмаркот не се лесно достапни за јавноста, а една од причините е недоволниот пристап до податоците за приносот на бенчмаркот на пазарниот индекс, како и дефинирање околу тоа кој би бил соодветен бенчмарк (Мојсоска, 2011).

Инвестиционите фондови во Македонија започнаа со работа дури во 2007 година и на крајот на 2007 година постоеја две друштва за управување со инвестициони фондови. Едното управуваше со два, а другото со еден отворен инвестиционен фонд. Паралелно, постоеја и осум приватни инвестициони фондови кои немаат статус на правно лице и не ги продаваа јавно своите удели. Законските промени во 2007 година во поглед на намалувањето на основачкиот капитал од 2 000 000 на 500 000 евра и овозможувањето на основање на приватни инвестициони фондови беа основни причини за отварање на фондовите (Петковски, 2009а).

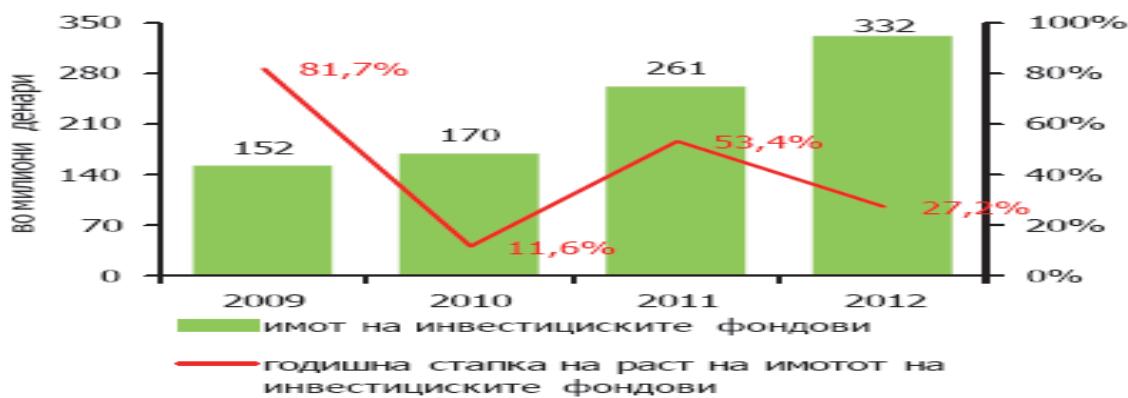
Основањето и работењето на инвестициските фондови во земјава е регулирано со Законот за инвестициски фондови, што е донесен во 2000 година. И покрај тоа што постоеше законска основа за формирање инвестициски фондови, чие присуство на пазарот на капитал беше ургентно, пред сè, затоа што тие го поттикнуваат штедењето, ја овозможуваат концентрацијата и вршат алокација на капиталот, сепак, првиот инвестициски фонд е формиран дури во ноември 2007 година. Анализите покажуваат дека постоеја повеќе ограничувачки причини за појавата и развојот на инвестициските

фондови, а меѓу нив позначајни се: високиот износ на парични средства што требаше фондовите да го соберат во своето портфолио, строгите процедури за девизно работење, забраната за вложување во хартии од вредност што се тргуваат на странски берзи, забраната за вложување во недвижности и др. Според најновата законска регулатива од 2009 година, во нашата земја можат да се основаат отворени, затворени и приватни инвестициски фондови, а со нив управува друштво за управување со фондови. Отворениот инвестициски фонд е институција којашто континуирано издава удели на своите инвеститори за секој нов влог во фондот, а затворените инвестициски фондови се акционерски друштва коишто само еднаш прибираат парични средства и за тоа издаваат акции. Приватните инвестициски фондови прибираат средства преку приватна понуда, наменета за однапред таргетирани инвеститори, како што се: банките, пензиските фондови, осигурителните компании, владините агенции и сл. Со измените во законската регулатива се намали минималниот износ на средства што отворениот фонд треба да го собере во своето портфолио за определен рок, и тоа од 500 000 евра на 300 000 во рок од шест месеци, но се обезбеди и поголема заштита на интересите на инвеститорите. Исто така, според новите законски одредби, во делот на кадровската поставеност, друштвото треба задолжително да има директор, најмалку еден портфолио менаџер и внатрешен ревизор. Во земјава сèуште не постои надлежен орган кој што би ја следел и би ја контролирал работата на приватните инвестициски фондови, односно на овластените друштва за управување со приватните фондови.

Кризата на финансиските пазари во светот негативно се одрази врз пазарот на капитал во Република Македонија. Меѓу финансиските субјекти кои функционираат на македонскиот пазар на капитал и кои се смета дека се најмногу погодени од кризата се инвестициските фондови, од причина што средствата на фондовите се пласираат и во хартии од вредност кои котираат на странски пазари. Инвестициските фондови во Р. Македонија се појавуваат точно на почетокот на светската криза. На крајот на 2008 година, вкупната вредност на имотот на фондот Илирика ЈИЕ изнесуваше 465 705 евра, а неговата нето вредност изнесуваше 464 697 евра, кај фондот Илирика ГРП 178 942 евра, т.е. нето вредност од 175 378 евра, додека кај фондот Иново статус 133 970 евра, односно нето вредност на имотот од 133 588 евра. Анализите на стапките на принос и

вредностите на уделите на отворените инвестициски фондови покажуваа значителен тренд на опаѓање. Заклучно со 31.12.2008 година, стапката на принос на отворените инвестициски фондови во просек изнесуваше околу 57%. Во случајот на вредностите на уделите, исто така е забележан тренд на опаѓање. Споредено со почетната вредност на уделот од 100 денари по удел, на крајот на 2008 година, вредноста на уделот кај сите три фонда покажа значаен тренд на опаѓање и во просек изнесуваше околу 42 денари. Ефектите од глобалната економска криза се почувствуваа и на македонскиот пазар на капитал, поради што цените на акциите на Берзата забележаа значително намалување, додека инвестициските фондови кои беа во својот зародиш на македонскиот пазар, значителни загуби, како резултат на нивните инвестиции во меѓународните хартии од вредност. Во рамки на причините за непрофитабилноста на инвестиционите фондови ќе ги вброиме: нивното отпочнување со работа во периодот на отпочнување на големата економска криза, непостоењето на надлежен регулаторен и супервизорски орган за контрола на нивното работење, високата конкуренција во овој сегмент наспроти малите вложени износи во и малиот имот на фондовите, недоволната транспарентност на фондовите за нивната структура на вложување, а со тоа и недоверба кај вложувачите и неедуцираноста на економските агенти за овој облик на инвестирање. Заради кризата во фондовската индустрија на светско ниво, не само што се случува намалување на цените на единица удел од 100 денари во 2007 година на 32 денари по удел во 2009 година, туку следи и пад на вредноста на нето имотот на фондовите во Р. Македонија. Тие во Р. Македонија бележат загуба со околу 22%. Истовремено паѓа вредноста на нето имотите на светско ниво. Според статистичките анализи на Инвестицискиот институт на крајот на 2008 година во САД, се ликвидирани околу 700 фондови, што значи 7% од вкупно отворените фондови во САД. Надолниот тренд на опаѓање на фондовите од светско ниво се префрла и на регионалните пазари, а исто така и на македонскиот пазар на капитал. Во првата половина од 2009 година, Друштвото за управување со фондови Проспектус инвест го затвори својот акциски фонд, поради големи загуби, а до почетокот на 2010 година се ликвидирани уште три инвестициски фондови. Во 2009 година, нето имотите на фондовите во Р. Македонија изнесува 152 милиони денари, а во 2012 година 329 милиони денари.



**ГРАФИКОН БР.47: ИМОТ НА ОТВОРЕНИТЕ ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ 2009-2012**

Извор: НБРМ (2013)-Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија за 2012, 8, 2013

Со остварената годишна стапка на раст на имотот на отворените фондови од 27,2% во 2012 година, тие се втори според брзината на растот во домашниот финансиски систем, по пензиските фондови. Најголемо учество од 58,3% во растот на имотот имаа нето-приливите од трансакции со удели на инвестициските фондови, а ценовните промени учествуваа со 41,3%.

Во 2009 година во земјава функционираа 8 инвестициони фонда и 5 друштва за управување со фондовите, во 2010 година оваа бројка е намалена на 6 инвестициски фондови и 4 друштва за управување со фондовите коишто претставуваат 0,1% од финансиската структура, а 0,04% од вкупниот БДП во земјава, додека во 2012 година имаме 9 отворени инвестициски фондови со учество во вкупната финансиска актива од 0,1% и учество во БДП од 0,07%.

Инвестициските фондови во нашата земја сè уште ги немаат остварено очекувањата на пазарот на капитал, дури е доведен во прашање нивниот опстанок, односно опстанокот (поради континуираната загуба) на друштвата што управуваат со нив. Тоа е резултат, пред сè на финансиската криза, економската состојба во земјата, малата понуда на хартии од вредност и недоволно развиениот финансиски пазар во земјава, недоволното промовирање на инвестициските фондови, слабата информираност на населението за придобивките од инвестирање во инвестициските фондови и др. На македонскиот пазар на капитал сè уште доминантна улога имаат банките, но тоа никако

не би требало да претставува пречка за развој на инвестициските фондови. Осигурувањето на депозитите дава своевидна компаративна предност за класичното штедење пред штедењето во форма на купување удели во инвестициски фондови. Исто така, релативно ниските камати на банките, диверзификацијата на фондовите, примамливиот принос на фондовите, како и разновидноста на понудата на фондовите, во смисла на преземањето на ризикот, може да влијае врз инвестициските одлуки и нивно ориентирање кон вложување на вишокот средства во фондови. Македонските граѓани, пак, најголемиот дел од своите заштеди го вложуваат во банките. Орочувањето пари во банките е гарантирано, но оплодувањето не е толку големо, во однос на инвестирањето во инвестициски фондови. Компаративните анализи покажуваат дека вложувањето во инвестициски фондови на подолг рок е поисплатливо. Според историските податоци се покажува дека минималната добивка на долг рок е околу 20 % од уплатените средства, а кога на овој податок ќе се додадат можноста за диверзификација на вложувањата, професионалното управување со вложените средства, високата ликвидност на вложувањата, станува јасно дека во Македонија ни од далеку не се исцрпени можностите за вложување во овие институции.

Податоците покажуваат дека во Р. Македонија, вложувањата во инвестициските фондови од почетокот на нивното работење изнесуваат едно евро по глава на жител, што во споредба со регионот е доста ниско (во Србија е 6 евра, во Хрватска 550 евра, а во Словенија 1.300 евра по глава на жител (Мојсоска, 2011)).

**ТАБЕЛА БР. 31: ПРИНОС НА ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ ВО Р.М. 2009 И 2010 ГОДИНА**

ОТВОРЕНИ ИНВЕСТИЦИСКИ ФОНДОВИ	ПРИНОС НА ФОНДОВИ од 01.01.2010 до 03.10.2010	ПРИНОС НА ФОНДОВИ за период од една година во време на кризата
ИЛИРИКА ЈИЕ	-6,76%	-13,17%
ИЛИРИКА ГРП	6,67%	7,71%
ИНОВО СТАТУС АКЦИИ	-17,81%	-27,16%
КД БРИК	7,82%	16,17%
КД НОВА ЕУ	-5,73%	-19,88%
КБ ПУБЛИКУМ БАЛАНСИРАН	-3,13%	-3,21%

Извор: Mojsoska Snezana (2011)-, *Influencing of Global Economic Crises in Functioning in Investment Funds in R.M., Proceedings on International Conference: Economy and Business in Post-Recession Period, October, Prilep, 2011*

Влијанието на глобалната економска криза се провлекува и низ целата 2010 година со негативен принос на работењето на фондовите, но секако многу помал од оној од 2009 година. Но сепак, во 2009 година споредено со 2008 во инвестициските фондови е вложено 80 % повеќе капитал или 2,5 милиони евра.<sup>126</sup> На крајот на 2012 споредбено со 2011 година индексот за движењето на цените на документите за удели во отворените инвестициски фондови (МОФИ) се зголеми за 1,2%, а реалниот принос е негативен и изнесува -3,3%.

Инвестиционите фондови како институционален сегмент го иницираат продлабочувањето и развивањето на финансиските пазари, ја зголемуваат понудата на нови финансиски инструменти на пазарот, ја зголемуваат на конкурентноста во секторот, го стимулираат штедењето, ја зголемуваат маргиналната продуктивност на капиталот, овозможуваат концентрација и ефикасна алокација на ресурсите, наметнуваат развој на соодветна регулатива, развој и креирање нови финансиски институции и нови инвестициони стратегии, зголемување на информираноста кај економските агенти или накратко, нивното успешно функционирање преку претходните канали на влијанија обезбедува силен придонес за развој на целокупната финансиска инфраструктура и за економијата во целост.

<sup>126</sup> Mojsoska Snezana (2011 a)-, *Influencing of Global Economic Crises in Functioning in Investment Funds in R.M., Proceedings on International Conference: Economy and Business in Post-Recession Period, October, Prilep, 2011*

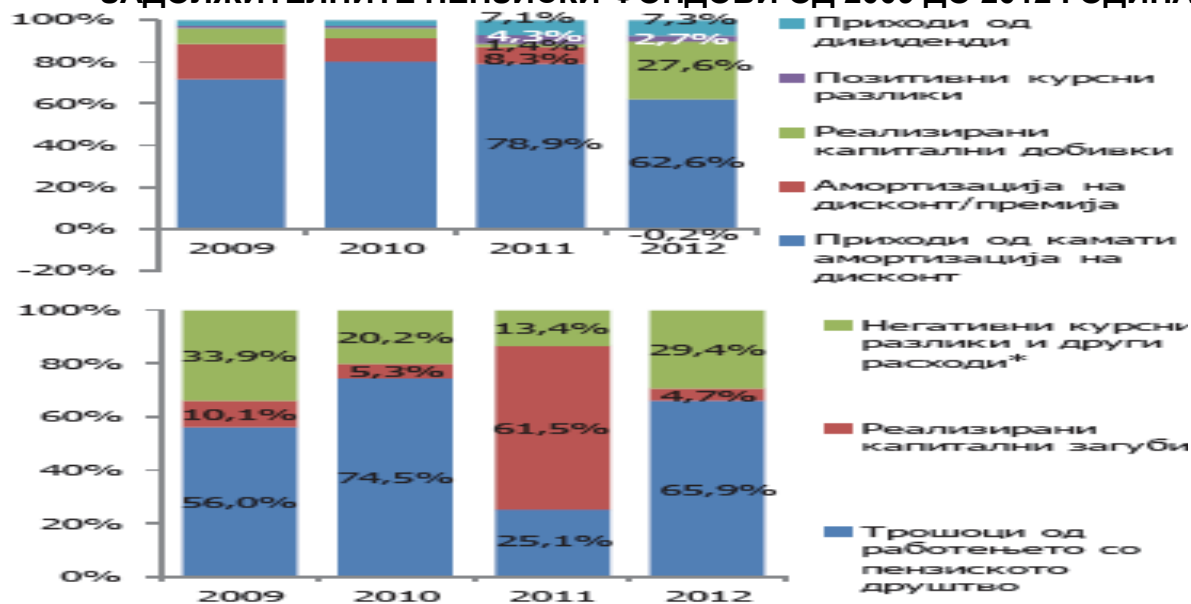
### 5.7.3. ПЕНЗИСКИТЕ ФОНДОВИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Македонија започна со реформирање на својот пензиски систем во 2006 година, при што истиот се трансформираше во двостолбен систем. Првиот столб и понатаму останува **државно раководен**, базиран на тековни одливи и приливи на средства и функционира според принципот на тековно финансирање (pay as you go). Вториот столб се состои од два задолжителни капитални приватни пензиски фонда, кои раководат со средствата на осигурениците уплатени на нивните лични сметки. Во 2009 година, со продолжувањето на реформирањето на пензискиот систем се вовеле и нов, доброволен пензиски фонд. Според податоците на НБРМ, во 2012 година структурата на средствата на двата приватни задолжителни фонда е сочинета од: сопственички хартии од вредност од домашни издавачи (0,4%), обврзници од домашни издавачи (65%), депозити (14%), сопственички хартии од вредност од странски издавачи (16%) и други средства (0,1%). Поради силната чувствителност на државно–управуваниот пензиски фонд на соодносот пензионери и осигуреници кој сега изнесува 24% и е со проектиран растечки тренд, се започна и реформскиот процес, со цел да го изолира пензискиот систем од драматичните географски промени, да обезбедува сигурен приход по пензионирањето на идните пензионери, да го стимулира развојот на финансискиот пазар во земјава, да го спречи понатамошниот раст на стапката за пензиски придонес од бруто платата итн. Покрај строго дефинираните правила и законска инфраструктура која го следи овој процес на реформирање, државата гарантира и 80% од средствата на приватните пензиски фондови во случај на измама и кражба.

Во 2010 година, бројот на членовите на **задолжителните пензиски фондови** се зголеми за 28.906 нови членови, или за 17,1% додека во 2012 година прирастот на нови членови изнесуваше 26 849 члена. Средствата на задолжителните пензиски фондови во 2010 година изнесуваат 12 449 милиона денари и опфаќаат 2,8% од БДП а 3,6% од вкупната финансиска актива. Во 2012 година вкупните средства на задолжителните фондови изнесуваа 21 124 милиони денари или 5,3% од вкупната финансиска актива т.е. 4,6% од БДП. Добивката на пензиските фондови на крајот на 2010 година изнесуваше 655 милиони денари и во однос на претходната година е зголемена за 66 милиони

денари, или за 11,2%. Вкупните приходи на задолжителните пензиски фондови во 2012 година забележаа пораст од 489 милиони денари т.е. за 50% (во претходната година растот беше 14,4%). Од друга страна, вкупните расходи се намалија за околу 50%, односно за 171 милион денари.

**ГРАФИКОН БР.48: СТРУКТУРА НА ПРИХОДИ (ГОРЕ) И РАСХОДИ (ДОЛУ) НА ЗАДОЛЖИТЕЛНИТЕ ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ ОД 2009 ДО 2012 ГОДИНА**



Извор: НБРМ (2013)-Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија за 2012, НБРМ, 8, 2013

Приходите од камати на должничките хартии од вредност сè уште го имаат најголемото учество во структурата на вкупните приходи на задолжителните капитално финансирани пензиски фондови (80,2% во 2010 година а 62,6% во 2012 година). Во 2010 година кај пензиските фондови за првпат се јавуваат средства вложени во државни обврзници на други земји (Ирска, Португалија и Грција). Овие вложувања создадоа и најголем ризик на кој се изложени фондовите, имајќи предвид дека станува збор за странски обврзници издадени од земји коишто се соочуваат со силна должничка криза и чијшто меѓународен кредитен рејтинг се влошува. Во првиот квартал од 2010 година, високата стапка на принос на задолжителните фондови се должи на зголемената пазарна вредност на еврообврзниците на Р. Македонија коишто зафаќаат 43,5% од

вкупните вложувања на задолжителните пензиски фондови (НБРМ, 2011). Приносот на фондовите во интервалот 2006-2012 година во просек на годишно ниво изнесува 5,02%.

Во 2011 година, со најновите законски измени се овозможува вложување на средствата на задолжителните пензиски фондови во удели во приватни инвестициски фондови (најмногу 1,5% од своите средства). И покрај законски поставените лимити, со овие измени се создава можност за преземање поголеми ризици од страна на друштвата коишто управуваат со средствата на задолжителните пензиски фондови, но од друга страна се очекува дека тоа ќе има силен позитивен инпут врз домашниот пазар на капитал и домашната економија во целост.

Двата **доброволни пензиски фондови** во Република Македонија беа формирани во втората половина на 2009 година, така што тие сè уште се на почетокот од нивното постоење. За период од три години, регистриран е континуиран раст, но со намалена динамика на вкупниот број на членови, којшто достигна 16 755 члена со просечна старост од 39 години. Вкупните средства на доброволните пензиски фондови изнесуваат во 2010 година изнесуваа 44 милиони денари или 0,01% од БДП, т.е. 0,0% во вкупната финансиска актива во кои најголемо учество имаат депозитите и вложувањата во обврзници од домашни издавачи. Во 2012 година вкупните средства на доброволните пензиски фондови изнесуваат 191 милиони денари или 0,04% од БДП, т.е. 0,05% во вкупната финансиска актива. Следејќи го примерот на задолжителните пензиски фондови, во 2010 година, и доброволните пензиски фондови почнаа да вложуваат во сопственички хартии од вредност од странски издавачи (пред сè удели во инвестициски фондови, а помалку во акции). Растот на вложувањата доведе до раст на нето-добивката на доброволните пензиски фондови што произлегува од вложувањата, којашто иако сè уште има мало значење, сепак почна да го зголемува своето влијание во вкупниот пораст на средствата на доброволните пензиски фондови. Во 2010 година, учеството на нето-добивката од вложувања, во порастот на вкупните нето-средства на овие фондови изнесува 3%, додека во 2009 година тоа изнесуваше само 0,5%. Во 2010 година, нето-добивката на друштвата коишто управуваат со пензиските фондови продолжи да расте. На крајот на годината, порастот изнесуваше 19,2%, при што добивката достигна 75 милиони денари. Во 2012 година нето добивката изнесуваше 92

милиони денари, односно беше остварен порст во однос на претходната година во износ од 17%. Растот на нето добивката во 2012 година се должи на приходите од камати во износ од над 60%, приходи од дивиденди во износ од 15,6% и капитална добивка со учество од 14,6% (НБРМ, 2013).

Познатиот чилеански економист Klaus Schmidt-Hebbel во една своја студија ги анализира ефектите од создавањето на новите пензиски фондови врз пазарот на капитал. Тој поаѓа од проценетата вредност на износот на финансиските инструменти кои постојат во земјава. Според неговите пресметки, на крајот на 2002 година оваа вредност изнесувала 43,7% од БДП. Освен тоа, тој врши проекција на вкупната побарувачка на финансиски инструменти од страна на пензиските фондови во наредните години, што е функција од нивото на придонеси во фондовите и доаѓа до заклучок дека вкупната побарувачка на приватните пензиски фондови ќе изнесува 0,9% од БДП на крајот од првата година на функционирањето, 4,2% од БДП во 2008 година и 8,9% во 2012 година. Според тоа, Hebbel тврди дека влијанието од страна на приватните пензиски фондови врз побарувачката т.е. врз цените и приносите на финансиските инструменти во земјава ќе биде мало. Наспроти тоа се очекува: намалување на посредничките распони на пазарот на хартии од вредност, зголемување на догорочното инвестирање, ангажирање на банките во понуда на нови услуги, иницирање на создавање финансиски иновации, усовршување на системите за тргување на финансискиот пазар, намалување на информационата асиметрија, подобрување на регуларната рамка и подобрување на корпоративното управување кај бизнис секторот (преку акционерскиот активизам на институционалните инвеститори).<sup>127</sup>

Двете **друштва за управување со пензиските фондови** бележат раст на вкупните средства во однос на претходната година во износ од 56 милиони енари или за 12,5%. Нивното учество во вкупната финансиска актива како и во БДП изнесува 0,1%.

---

<sup>127</sup> Schmidt -Hebbel K. (2008)- *Pension Funds and Ccapital Markets in Macedonia*, MAPAS workshop, 2008

#### 5.7.4. ОСИГУРИТЕЛНИОТ СЕКТОР ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Осигурителниот сектор на глобално ниво, зазема значајно место во финансискиот систем, затоа што осигурителните компани се јавуваат како менаџери на пензиски фондови, менаџери на инвестициони фондови, носители на осигурителниот сектор итн. Компаративната анализа на овој сектор зборува дека кај нас, осигурителните компании претставуваат релативно мал сектор со високо учество на странски капитал. Капиталниот минимум за основање на брокерска осигурителна куќа изнесува 50 000 евра, а за осигурителна компанија 3 000 000 евра. Сè уште неразвиената свесност кај населението за придобивките на животното осигурување резултира со негово мало учество во вкупниот износ на брутополисирани премии. Сегментот на животно осигурување има најголем потенцијал за иден развој, особено поради новите перспективи за поврзување на осигурувањето на живот со кредитните производи на банките т.е. секундарна примена на животното осигурување при користење на банкарски кредити. Дополнителни фактори кои би го стимулирале растот на животното осигурување се подигање на свеста и информираноста кај економските агенти за значењето на животното осигурување, диверзифицирање на понудата на осигурителни инструменти, појава на нови друштва за осигурување, раст на животниот стандард итн.

Учеството на вкупните средства на осигурителниот сектор во БДП изнесува 1,8% од БДП во 2008 година, 2,9% од БДП во 2010 година, 2,82% во 2011 година и 2,85% во 2012 година. Учеството на осигурителниот сектор во вкупната финансиска структура во 2010 година изнесува 3,7%, во 2011- 3,5% а во 2012- 3,3% т.е. претставува трет најважен сегмент во македонскиот финансиски систем. Во 2012 година во Македонија егзистираат 15 друштва за осигурување (11 за неживотно и 4 за животно осигурување), 20 осигурителни брокерски друштва и 10 друштва за застапување во осигурувањето (НБРМ, 2013).

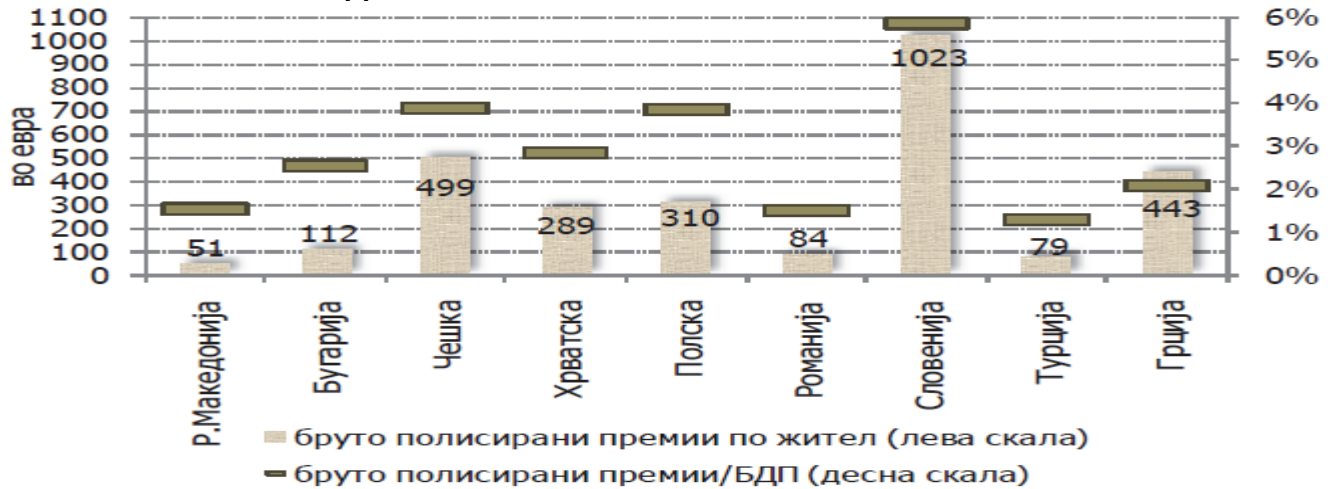
Осигурителните компании во Р.Македонија практично се отсутни од македонскиот берзански пазар на долгорочни хартии од вредност. Тие поседуваат акции на некои претпријатија и банки, меѓутоа најчесто таквите акции се добиени врз основа на трансформација на неизмирени обврски за премии од страна на осигурителните



претпријатија во акционерски капитал. Значи овде не се работи за инвестирање на резервите на осигурителните компании во атрактивни хартии од вредност преку берзата, туку за претворање на побарувањата врз основа на неплатените премии во акции. Ваквите трансакции немаат влијание врз зголемувањето на берзанското тргување со хартии од вредност. Исто така ова покажува дека осигурителните компании во Македонија сè уште не се однесуваат како вистински инвестициони инвеститори, со што изостануваат позитивните ефекти кои ваквите инвеститори ги имаат врз создавањето на еден доброфункционачки и добро регулиран пазар на хартии од вредност, како и врз развојот на професијата на портфолио менаџментот (Филиповски, 2003). Од вкупните вложувања на осигурителниот сектор, учеството на вложувањата во државни хартии од вредност и депозити во банки во 2010 година изнесуваше 89,7% што е за 2,3 % повеќе во однос на 2009 година. Двигател на овој тренд се друштвата за неживотно осигурување кај кои 87,7% од средствата коишто ги покриваат техничките резерви се државни хартии од вредност и банкарски депозити. Кај осигурувањето на живот, 42,9% од средствата за техничките резерви се банкарски депозити, а 57,1% се државни хартии од вредност. Инвестициите во акции за 2010 година се намалија за 106 милиони денари или за 36,7%.

Според податоците на НБРМ, степенот на пенетрација (вкупен износ на бруто полисирани премии/ БДП) во Република Македонија во интервалот 2009-2012 година е 1,5%. Степенот на густина (брутополисирани премии по жител) на крајот од 2010 година изнесуваше 3 149 денари (51 евро) бруто полисирана премија по жител, а во 2012 година 3 401 денар по жител, што укажува на сè уште ниско ниво на култура за осигурување во Република Македонија. Во споредба со земјите во регионот, степенот на густина на осигурителниот сектор во Република Македонија е на најниско ниво. Истиот бележи раст од 4,9% во 2011 година и раст од 2,8% во 2012 година. Ваквите показатели укажуваат на голем потенцијал за раст и развој на овој сегмент од финансискиот систем.

**ГРАФИКОН БР.49: РАЗВИЕНОСТ НА ОСИГУРИТЕЛНИОТ СЕКТОР ВО 2010 ГОДИНА ВО НЕКОЛКУ РЕГИОНАЛНИ ЗЕМЈИ**



Извор: НБРМ (7-2011)-Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2010, НБРМ, (07, 2011)

Во 2012 година за првпат се јавува интеракциска соработка (врз основа на договор за застапување помеѓу едно осигурително друштво и една банка) помеѓу банкарскиот сектор и осигурителниот сектор т.н. банко-осигурување, во рамки на што се користат полиси на животно осигурување како компоненти на одредени кредитни инструменти. Недоволната интеракција помеѓу банките и осигурителните компании, како два најголеми сегмента во финансискиот систем (по големина на актива), обезбедува ограничен пренос на потенцијалните ризици помеѓу двата сегмента, но истовремено претставува и инхибирачки фактор за продлабочувањето на видот на услуги кои ги нуди финансискиот систем. За илустрација, само 0,1% од бруто полисираните премии на осигурителниот сектор беа прибрани преку три банки и тоа во целост во делот на неживотното осигурување, а во 2010 година банките не вршеа осигурување на одобрените кредити кај друштвата за осигурување (во 2009 година само две банки вршеле осигурување на кредити). Вложените депозити во банките беа 11,1% од вкупната актива на друштвата за осигурување. Од друга страна, тие учествуваа со само 0,6% (0,7% во 2009 година) во вкупните депозити на банкарскиот сектор во 2010 година.

Со ова се потврдува поголемата зависност на овие недепозитни финансиски институции од банкарскиот систем, отколку обратно.

За разлика од 2009, година во 2010 година секторот оствари добивка во износ од 75 милиони денари, од кои 57,6% отпаѓаат на добивката на друштвата за осигурување на живот. Регистриран е напредок и во зголемувањето на премиите од 428,4 милиони денари во 2003 година на 648,6 милиони денари во 2010 година.<sup>128</sup> Во 2012 е одржан трендот на раст на бруто полисираните премии за 3% на годишно ниво или во вкупен остварен износ од 7 014 милиони денари. Притоа е регистриран раст на учеството на животното осигурување од ниво на 5,5% во вкупните брутополисирани премии во 2010 година, на 8,5% во 2012 година.

Во 2011 и во 2012 година се јавува тренд на влошување на профитабилноста. Имено, последната година е регистрирана загуба кај седум осигурителни друштва за неживотно осигурување и две друштва за животно осигурување, што продуцираше загуба на ниво на сектор во износ од 134 милиони денари.

Во насока на зголемување на степенот на сигурноста и стабилноста на осигурителниот сектор во Република Македонија беше формирањето на гарантниот фонд на Националното биро за осигурување и тоа најмногу во делот на преземање на обврската за надоместок на штети настанати од непознати и неосигурани возила, врз основа на осигурувањето од автомобилска одговорност и зелена карта. Националното биро за осигурување е должно да формира Гарантен фонд кој што служи за исплата на штети. Друштвата за осигурување коишто вршат работи на задолжително осигурување се должни да уплатат средства во Гарантниот фонд во износ сразмерен на премијата остварена по одделни класи на задолжително осигурување во претходното тримесечје, за тековното тримесечје од тековната година. Еден од долгогодишните извори на ризици за стабилноста на овој сегмент, претставуваат средствата коишто ги покриваат техничките резерви, кои кај друштвата за неживотно осигурување не го исполнуваат законски пропишаниот минимум за целосна покриеност на техничките резерви (во 2010 година тие покриваат само 68,6% од нивните технички резерви, наспроти друштвата за

<sup>128</sup> ДЗС (2011)-Статистички годишник на Р.Македонија за 2010 година, ДЗС, 2011

осигурување на живот каде што оваа покриеност изнесува 103,9%). Во 2012 година ваквата покриеност на ниво на сектор изнесува 92,3%.

Од аспект на ризик на солвентност, во 2012 година капиталот на друштвата за осигурување е поголем за близу четирипати од потребното ниво на законски утврдениот минимум за маргина на солвентност.

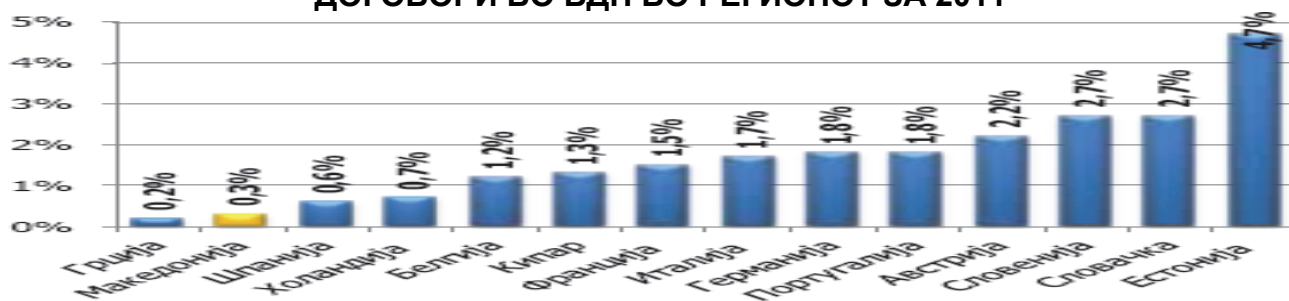
#### 5.7.5. ЛИЗИНГ СЕКТОРОТ КАЈ НАС

Значењето и влијанието на секторот лизинг за домашната економска активност е сè уште релативно мало, во споредба со останатите сегменти на финансискиот систем, како и споредбено со секторите за лизинг на други земји. Релативно скромниот обем на средства и намалениот обем на активности, како и минимална меѓусекторска поврзаност, укажуваат дека значењето на овој сектор за севкупната финансиска стабилност во Република Македонија во 2012 година е незначително. По постојаниот раст на активностите на овој сектор во изминатиот период (пред 2009 година тој беше издвојуван како еден од најбрзорастечките сегменти од финансискиот систем во земјава), 2009 и 2010 година се издвојуваат како години кога неговите активности значително се намалија. Освен тековната светска економска криза, отежнатата наплата на побарувањата и неактивниот секундарен пазар за продажба на преземените предмети на лизинг, привремената мерка за увоз на половни возила дополнета со извесни даночни и царински олеснувања, беа причини што дополнително придонесоа за негативните остварувања на овој сектор. Отежнатата наплата на побарувањата и лошите пласмани на друштвата за лизинг беа присутни и во 2012 година. Отсуствува збогатување на асортиманот на услугите коишто се нудат. Кредитниот ризик како главен ризик во работењето на овој сектор дополнително се зголеми, а неговото непрофитабилно работење се продлабочи. Неповолната ситуација дополнително ја влошува и недоволно развиената регулаторна и супервизорска функција на секторот, како и отсуството на проширување на листата на предмети на лизинг договорите и неразвиеноста на секундарниот пазар за користена опрема. Очекувањата се дека овој

сектор и натаму ќе се намалува, пред се поради мерките за финансиско раздолжување на матичните банкарски групи од ЕУ, чии членки се некои од домашните друштва за лизинг (НБРМ, 2009-2013).

Во рамки на структурата на склучени договори за лизинг, најзастапени се правните лица според типот на клиентите и лесните возила, според предметот на лизинг. Активностите на лизинг друштвата во Република Македонија се главно фокусирани на вршење активности на лизинг на движни предмети, пред сè, на лесни возила. На крајот на 2010 година, активата на овој финансиски сегмент се намали за 0,9% во споредба со претходната година и изнесуваше 8 509 милиони денари со учество во вкупната финансиска структура од 2,5% и учество во БДП од 2%. Во 2011 година активата на лизинг секторот изнесуваше 9 278 милиони денари а во 2012 година: 6 952 милиони денари т.е. остварено е намалување од 2 326 милиони денари или пад за 25,1% во однос на претходната година. Вкупното учество на средствата на лизинг секторот во вкупната финансиска актива во 2011 година изнесуваше 2,5% а во 2012 година: 1,7%. Во 2012 година во земјава егзистираат вкупно 10 друштва, а учеството на вкупните средства на овој сектор во БДП за 2012 година изнесуваше 1,5%. Во споредба со земјите од регионот, како и со одделни земји-членки на Европската Унија, секторот лизинг во Република Македонија е најслабо развиен.

**ГРАФИКОН БР.50: УЧЕСТВО НА ВРЕДНОСТА НА НОВОСКЛУЧЕНИ ЛИЗИНГ ДОГОВОРИ ВО БДП ВО РЕГИОНОТ ЗА 2011\***



Извор:НБРМ (2013)-Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2012, НБРМ, 8, 2013 (\*податокот за Р.Македонија се однесува на 2012 година)

## 5.8. РЕГУЛАТИВНА РАМКА НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Македонија ги има сите основни институции за финансиска регулација што постојат во развиениот свет. Со оглед на доминантноста на банкарскиот сектор во рамки на финансискиот систем, далеку најважна регулаторна институција претставува **Народната банка на Република Македонија (НБРМ)**. Таа ги регулира сите депозитни институции (банки, штедилници), превзема мерки против банките коишто ги кршат прописите, им поставува ограничувања на банките во поглед на активностите што ги вршат и средствата што ги држат, донесува одлуки за ликвидација на банките, ја реализира монетарната регулација, стапката на задолжителна резерва итн. Таа има уставно загарантиран висок степен на самостојност во делот на супервизијата и водењето на монетарната политика. Со НБРМ раководи Гувернерот, кој на предлог на Претседателот на Р. Македонија го избира Собранието на Р.М. со мандат од 7 години.

Заклучно со 30.06.2010 година, сите банки во Р. Македонија се усогласени со новите капитални стандарди воведени со **Базел 3** чијшто краен рок за меѓународна примена е 2019 година. Во тој временски пресек сите банки имаат адекватност на капиталот над 10,5% а дури шест банки имаа стапки на адекватност на капиталот над 30%. Други реформи воведени од Базел 3 се: **стапка на задолженост** (leverage ratio), како однос помеѓу капиталот и билансната и вонбилансната актива којашто треба да изнесува најмалку 3%, воведување **стапка на нето стабилни извори** на финансирање (Net Stable Funding Ratio), којашто се пресметува како однос помеѓу расположливите стабилни извори на финансирање и потребните стабилни извори на финансирање и не смее да е пониска од 100% и воведување **стапка на покриеност со ликвидност** (Liquidity Coverage Ratio), којашто претставува однос помеѓу високоликвидната актива и нето паричните одливи во следните 30 дена. Оваа стапка не смее да е пониска од 100%.

Во 2012 година во Р.Македонија е донесена Одлука за методологија за утврдување на адекватноста на капиталот која важи од средината на 2012 година и согласно која банките се обврзани да применуваат стандардизиран пристап при утврдување на

ризишно-пондерираната актива, а се предвидува и дополнителна обврска на банките за утврдување на капиталот потребен за покривање на оперативниот ризик.

На **Фондот за осигурување на депозити** му претходи Фондот за осигурување на штедните влогови кој е основан во 1997 година како акционерско друштво на сите банки и штедилници кои имаат дозвола од НБРМ за прибирање на депозити. Основа цел на оваа институција беше да се врати довербата во банките и штедилниците по примерот на фондовите во САД и во земјите на ЕУ. Во јули 2000 година, овој фонд се трансформира во Фонд за осигурување на депозити со својство на правно лице во сопственост на Р. Македонија. Тој ги осигурува депозитите на физичките лица во домашна и во странска валута кои се депонирани кај банките и штедилниците. Покрива 100% од депозитите во износ до 10.000 евра и 90% од следните 10.000 евра по поединечен депонент. Банките и штедилниците уплаќаат во Фондот 0, 7% од вредноста на депозитите. Нивото на осигурување е мошне великодушно имајќи го предвид фактот дека во периодот пред кризата, ЕУ стандардот за осигурување изнесуваше 20 000 евра. Затоа е потребно да се внимава, ова ниво на осигурување да не стане фактор на морален ризик и погрешна селекција кај банките и да повлече високи државни трошоци.

**Комисијата за хартии од вредност** е регулаторно тело за учесниците на примарниот и секундарниот пазар на хартии од вредност. Го контролира работењето на Македонската берза за хартии од вредност, на брокерските куќи и банките во делот на нивното учество на берзата и на Централниот депозитар за хартии од вредност (во кој се води евиденција на сите хартии и обврзници издадени од РМ и секоја промена во делот на сопственоста на овие хартии). Комисијата ги одобрува емисиите на хартии од вредност и е одговорна за регулирање и контрола на инвестиционите фондови, за информациона регулација на пазарот на капитал, како и за борба против инсајдерско тргување.

**Министерството за финансии** ги регулира осигурителните компании и брокерските осигурителни куќи во делот на почитување на капиталните стандарди, пласманот на средства, дава одобренија за основање на нови осигурителни друштва, го потврдува изборот на нивните генерални директори, може да врши нивна промена итн. Конституирањето на Гарантниот фонд на Националното биро за осигурување

дополнително ја зајакнува сигурноста и стабилноста на осигурителниот сектор во Р. Македонија.

**Агенција за супервизија на пензиските фондови (МАПАС)** ги надгледува инвестирањата на приватните пензиски фондови. Иако се профитни друштва, овие фондови не можат на полно слободно да ги вложуваат мобилизираните финансиски средства поради постојните ограничувања (на пр. најмногу 60% од средствата можат да се вложат во банкарски депозити, депозитни сертификати и други хартии од вредност издадени од банки, најмногу 20% од средствата можат да се вложат во инструменти на странски издавачи итн.).

**ТАБЕЛА БР.32: ГЛАВНИ ФИНАНСИСКИ РЕГУЛАТОРНИ ИНСТИТУЦИИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА**

РЕГУЛАТИВНА ИНСТИТУЦИЈА	ПРЕДМЕТ НА РЕГУЛАЦИЈА	ПРИРОДА НА РЕГУЛАЦИЈА
НБРМ	СИТЕ ДЕПОЗИТНИ ИНСТИТУЦИИ	ВРШИ СУПЕРВИЗИЈА НА КОМЕРЦИЈАЛНИТЕ БАНКИ И ШТЕДИЛНИЦИТЕ, ОПРЕДЕЛУВА СТАПКА НА ЗАДОЛЖИТЕЛНА РЕЗЕРВА, ПОСТАВУВА ОГРАНИЧУВАЊА НА СРЕДСТВАТА ШТО МОЖАТ ДА ГИ ДРЖАТ
ФОНД ЗА ОСИГУРУВАЊЕ НА ДЕПОЗИТИ	СИТЕ ДЕПОЗИТНИ ИНСТИТУЦИИ	ЈА КОНТРОЛИРА УПЛАТАТА НА ПРЕМИИТЕ ОД ДЕПОЗИТНИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВО ФОНДОТ
КОМИСИЈА ЗА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ	МАКЕДОНСКА БЕРЗА, БРОКЕРСКИ КУКИ, БАНКИ	БАРА ДОСТАВУВАЊЕ НА ИНФОРМАЦИИ, ГИ ОДОБРУВА ЕМИСИИТЕ НА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ
МИНИСТЕРСТВО ЗА ФИНАНСИИ; АГЕНЦИЈА ЗА СУПЕРВИЗИЈА НА ОСИГУРУВАЊЕ; ГАРАНТЕН ФОНД НА НАЦИОНАЛНО БИРО ЗА ОСИГУРУВАЊЕ	ОСИГУРИТЕЛНИ ДРУШТВА, БРОКЕРСКИ ОСИГУРИТЕЛНИ КУКИ	ВРШИ СУПЕРВИЗИЈА НА ОСИГУРИТЕЛНИ ДРУШТВА, БРОКЕРСКИ ОСИГУРИТЕЛНИ КУКИ, ИМ ДАВА ДОЗВОЛИ ЗА РАБОТА
АГЕНЦИЈА ЗА СУПЕРВИЗИЈА НА ПЕНЗИСКИТЕ ФОНДОВИ	ПРИВАТНИ ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ	ГИ КОНТРОЛИРА ПРИВАТНИТЕ ПЕНЗИСКИ ФОНДОВИ, ПОСТАВУВА ОГРАНИЧУВАЊА ВО ПОГЛЕД НА СРЕДСТВАТА ШТО МОЖАТ ДА ГИ ДРЖАТ

*Извор: Петковски Михаил (2009 а)- Финансиски пазари и институции, второ доплнето и изменето издание, Економски факултет УКИМ, Скопје, 2009*



## 5.9. ОГРАНИЧУВАЧКИТЕ ФАКТОРИ И ПЕРСПЕКТИВИТЕ ЗА МОДЕРНИЗАЦИЈА И РАЗВОЈ НА ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ И ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Како фактори кои се ограничувачки за развојот на финансиските пазари и институции најчесто се нотираат, транзициониот процес, болната и долга инсајдерска приватизација, неинтегрираноста на македонскиот финансиски пазар со меѓународниот, задоцнето појавување на небанкарските финансиски институции, отсуството на соодветна регулаторна инфраструктура, неприсуство на широк спектар на хартии од вредност, недоволното познавање и информираност на економските агенти за компаративните предности на инструментите и услугите што ги нудат небанкарските финансиски институции итн.

Ефективното функционирање на пазарот на хартии од вредност ги засега и е инфилтрирано во сите останати сегменти на финансискиот систем. Во рамки на ограничувачките фактори за развој на пазарот на хартии од вредност се дефинираат: типот на приватизацијата која не бараше постоење на функционална берза за обезбедување на сопственичката трансформација (инсајдерска приватизација, што не создаде вистински промени во компаниите, отсуствуваше инвестирање на соодветен капитал, не се издаваа ваучери во облик на вредносни удели како во други транзициони економии, се спроведуваше приватизација со откуп на претпријатијата од страна на вработените, менаџерски откуп, продажба на идеален дел, преку организирање јавен повик за прибирање понуди или со непосредна спогодба, издавање акции, дополнително вложување и претворање на побарувањата на доверителите во траен влог), слабиот квалитет на податоците за фирмите и неусогласеноста на домашните фирми со сметководствените меѓународни стандарди, законските ограничувања на слободното тргување со акциите, високите каматни стапки на банкарските депозити кои создаваа висок опортунитетен трошок за инвестирањето во хартии од вредност, задоцнета појава на државните обврзници, задоцнувањето на појавата на Централен депозитар на хартии од вредност, дефицитарноста на технички ресурси како и високостручни човечки ресурси во редовите на Комисијата за хартии од вредност, отсуството на институционални инвеститори посебно на страна на побарувачката, честите политички

турбуленции, релативно ниското ниво на доход *per capita*, отсуството на регионална поврзаност на македонската берза со берзите од регионот, малиот обем на македонската економија, задоцнетото стратешко реструктуирање на банките и нивната конзервативност (Филиповски, 2003), ниското ниво на заштеди, неинформираноста на економските агенти за можностите и инструментите кои ги нудат различните финансиски институции (посебно небанкарските), недовербата во финансиските институции итн.

Во перспективите за среднорочниот развој на домашниот финансиски пазар ќе ги наведеме:

- Регионално, меѓународно интегрирање на македонскиот пазар на хартии од вредност;
- Понатамошно хармонизирање на законодавството кое ја регулира оваа материја со европската легислатива;
- Создавање на институционална подлога за постепена преорентација на фирмите од банкарско кон пазарно финансирање;
- Создавање на стратегија за развој на секторот институционални инвеститори т.е. искористување на пензиските реформи во оваа насока;
- Обезбедување на нови извори на средства за осигурителниот сектор од средствата на пензионерите во приватните пензиски фондови;
- Во зависност од потребите, создавање на повеќе депозитари за хартии од вредност;
- Континуирани активности за подобрување на функционирањето на берзата во оперативна, управувачка и структурна смисла и истражување на потребата за постоење на повеќе берзи;
- Поголема заштита и зголемување на правата на „малите“ акционери;
- Користење на емисии на државни хартии од вредност за монетарни цели;
- Користењето на државни хартии од вредност со различни датуми на доспевање во функција на покривање на буџетскиот дефицит;
- Стимулирање на банките за поголема застапеност на вонбилансните активности и нивно впуштање во водите на инвестиционото банкарство;

- Подигање на свеста и едуцирање на економските агенти за сите можности на финансискиот левериџ и компаративните предности на услугите и инструментите кои ги нудат небанкарските финансиски институции.

## 5.10. ПОЧЕТОКОТ И РАЗВОЈОТ НА КРИЗАТА ВО МАКЕДОНСКИ УСЛОВИ

*Високиот дефицит на тековната сметка (детерминиран главно од трговскиот дефицит), падот на странските директни инвестиции, падот на дознаките, растот на каматните стапки и намалувањето на економскиот раст беа основните пунктови на влијание на глобалната рецесија во случајот на Р. Македонија.*

*Македонската економија го дочека избивањето на глобалната економска криза со генерално здрави фундаментални показатели. Растот на БДП изнесуваше околу 6% во првите три квартали од 2008 година, движен од домашната побарувачка, но сè повеќе и од инвестициите. Јавниот долг е низок (21,8% од БДП), а банкарскиот систем стабилен и добро капитализиран. Причина за претпазливост е влошувањето на дефицитот во тековната сметка, кој бележи растечки тренд и кој порасна над 10% од БДП во 2008, од 3% во 2007 и речеиси 0% во 2006 година (Петковски, 2009 б).*

Првиот удар на кризата помина без посериозни економски и фискални последици, поради конзервативноста и стабилноста на доминантниот банкарскиот систем и релативно малата интегрираност со меѓународните финансиски пазари. Големиот пад на цените на акциите на Берзата немаше посериозно влијание врз реалниот сектор (заради неговото незначително учество во финансискиот сектор и во БДП) и беше главно предизвикан од опаѓањето на портфолио приливите на капитал (од околу 1% од БДП).

Макроекономската стабилност во земјава во 2009 година (како прва година во која се рефлектираа последиците од кризата) се одржа на задоволително ниво. Се задржаа **стабилноста на девизниот курс и на цените**. Првиот наплив ефекти од кризата предизвика сериозни притисоци врз вредноста на домашната валута. Со оглед на

високиот степен на евроизација на финансиските обврски во земјата, овие притисоци создадоа сериозни ризици за стабилноста на финансискиот систем. Од почетокот на годината, во услови на растечки дефицит во трговската сметка (при пад на извозната и побавно прилагодување на увозната компонента), зголемен психолошки притисок врз населението за претворање на домашната во странска валута, зајакната склоност на банките за кумулирање девизни средства и намален обем на капитални приливи од странство, нерамнотежата на девизниот пазар значително се зголеми, создавајќи силни притисоци за депрецијација на домашната валута. Во функција на одржување на стабилноста на девизниот курс, НБРМ, во првите пет месеци на 2009 година, интервенираше со обемна нето-продажба на девизи на девизниот пазар (од околу 5% од БДП). Воедно, во март 2009 година, основната каматна стапка беше зголемена од 7% на 9%, додека дополнително затегнување на монетарната политика беше направено во мај, преку зголемување на стапката на издвојување на задолжителна резерва на обврските на банките со девизна компонента.

Контракцијата на економската активност во време на глобална финансиска и економска криза (реален пад на БДП од 0,5%, второ најдобро остварување во споредба со економиите од Југоисточна Европа) беше релативно умерена. Дојде до намалување на дефицитот во тековната сметка, поради интензивниот пад на увозот и падот на увозните цени на нафтата. Бруто девизните резерви се задржаа на задоволително ниво. Кредитниот раст во 2009 година изнесуваше 3,5%, наспроти негативните стапки на раст во повеќето земји од Југоисточна Европа.

Зголемувањето на **надворешната задолженост** на економијата во 2009 година (учеството на вкупниот надворешен долг во БДП се доближи до 60%) зборува за ниво на екстерна задолженост кое сигнализира ранливост на македонската економија. Дојдоа до израз структурните слабости на реалниот сектор (висока концентрација на извозниот сектор и висока зависност од цените на примарните производи на светскиот пазар), што во услови на глобална криза предизвика значително намалување на додадената вредност во индустријата. Финансирањето на трговскиот дефицит и овој пат зависеше од приватните трансфери, кои во текот на 2009 година покажаа голема варијабилност.

Главна закана за макроекономската стабилност и растот на македонската економија претставува **состојбата во тековната сметка на билансот на плаќања**. Таа во себе крие два вида на ризици. Од една страна, доколку дојде до премногу нагло намалување на дефицитот на тековната сметка, поради падот на домашната побарувачка и намалените извори на екстерно финансирање (кредити, портфолио и директни инвестиции, трансфери), тоа би предизвикало силна и болна контракција на економијата. Затоа, од битно значење е **фискалната политика** да реализира што поголем процент од планираните капитални расходи со задолжување во странство (веќе предвидени во буџетот пред избивањето на кризата). На тој начин би се компензирал падот на **приватната побарувачка**, без загрозување на екстерната ликвидност. Дека фискалната политика во изминативе години имала контрацикличен ефект, во насока на намалување на влијанието на економските циклуси врз економската активност, говори и подолу поместениот графикон. При тоа, евидентно е дека буџетското салдо се движи од суфицит од 2,5% во 2000 година (како резултат на воведување на данокот на додадена вредност), до дефицит од -2,7% во 2009 година (со исклучок на дефицитите од -6,3% и -5,6% во 2001 и 2002 година при вооружениот конфликт).

**ГРАФИКОН БР.51: РАСТ НА БДП, БУЏЕТСКО САЛДО (% ОД БДП) И ПРОИЗВОДЕН ЈАЗ (ВО %) ОД 1996 ДО 2011 ГОДИНА**



Извор: Богоев Јане (2012)-Фискалната политика и економските циклуси во Македонија, Економија и бизнис, 11,2012

Во 2007 година **јавниот долг** изнесува 48% наспроти просекот од 55%, додека надворешниот долг е нешто повисок но сè уште под просекот за транзиционите економии, што значи дека постои извесен простор за задолжување. Од друга страна, економската политика, во настојувањето да ја одржи динамиката на економијата, не смее да ја загрози екстерната стабилност, односно определено ниво на **девизни резерви** и **фиксниот девизен курс**. Одржувањето на фиксниот девизен курс е од примарно значење во актуелната ситуација поради големата неизвесност и високиот степен на евроизираност на билансите на фирмите, банките, па и на државата. Преголемо монетарно олабавување ќе повлече зголемување на каматниот диференцијал, што би предизвикало притисок на девизните резерви и одбраната на фиксниот девизен курс. Износот на девизни резерви, во перцепцијата на економските агенти претставува гаранција за стабилноста на банките и на националната валута. Идната насока на монетарната политика е условена од повеќе фактори и ризиците поврзани со нивното реализирање: движењето на девизните резерви и инфлацијата, динамиката на производниот јаз, закрепнувањето на надворешната побарувачка, динамиката на кредитниот раст и деловните политики на банките во однос на структурата на нивната актива, трендот на должничката европска криза и турбуленциите на еврото како валута итн. (НБРМ, 2010). Со други зборови, македонската економска политика се соочува со задачата да ја одржи екстерната стабилност на економијата, но при тоа да не го задуши економскиот раст. Тоа не е лесно да се оствари, дури може да се каже дека претставува вистинска уметност, но очигледно е дека во услови на најтешката глобална криза за последните 80 години, не постојат лесни решенија (Петковски, 2009 б).

Слабењето на надворешната позиција на земјата се должеше на падот на производството на челик, кое во јануари, 2009 беше намалено за 80%, падот на приватните трансфери од странство во 2008 година, за повеќе од 10% во споредба со 2007 година, (а како резултат на падот економската активност во евро-зоната и зголемувањето на неизвесноста во Македонија) и кредитната контракција која повлече застој на **странските директни инвестиции** (од над 250 милиони евра во првата половина на 2008 на 140 милиони евра во втората половина на 2008 година). Нивниот

износ за 2009 година изнесуваше 145 милиони евра, во 2010 година вкупните СДИ изнесуваат 222 милиони евра, 2011 година износот е 303 милиони евра, а во 2012 до јули 99,2 милиони евра. Во рамки на интервалот 2006-2013 година, кумулативно, износот на вкупните инвестиции во земјава се зголемил од 1 милијарда евра на 2 милијарди евра во рамки на кои доминантни се домашните вложувања на кои отпаѓаат околу 4/5 од вкупните инвестиции. Во периодот од 2003 до 2007 година вкупните СДИ во Македонија изнесуваат 1.017,7 милиони САД долари, најмногу СДИ има во 2006 година: 350,7 милиони САД долари или 34,5% од вкупните СДИ, а најмалку во 2003 година: 80,6 милиони САД долари или 8% од вкупните СДИ. Вкупно 63,4% од вкупните СДИ од 2003 до 2007 година отпаѓаат на Австрија, Словенија, Холандија, Бугарија и Швајцарија.<sup>129</sup>

Вкупната вредност на извезени стоки од Република Македонија во периодот јануари-јули 2010 година изнесува 1 734 527 000 американски долари, а на увозот 2 893 649 000 американски долари. Покриеноста на увозот со извоз изнесува 59,9%. **Трговскиот дефицит** во периодот од јануари до јули 2010 година изнесува 1 159 123 000 американски долари. Во извозот најголемо е учеството на производите од железо и челик, облеката, фероникелот и преработките на нафта. Во структурата на увозот најзастапени се суровата нафта, моторните возила за превоз на лица и електричната енергија. Во периодот од јануари до јули 2010 година, најголемо учество во извозот имаат земјите членки на ЕУ (321, 8%) и земјите од Западен Балкан (31, 1%), а во увозот на стоки најголемо учество имаат земјите членки на ЕУ и земјите во развој (28, 3%). Според вкупниот обем на надворешно-трговска размена, Македонија најмногу тргува со Германија, Грција, Србија, Италија и Русија при што 44% од надворешно-трговската размена се врши со овие земји.<sup>130</sup>

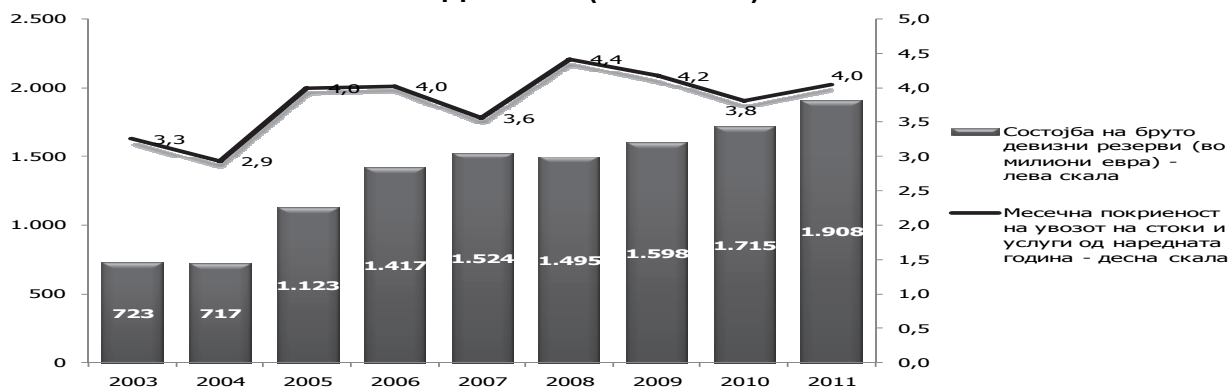
**Дефицитот на тековната сметка** во 2010 година изнесуваше 2,8% од БДП, како последица од растечките нето-одливи на доход од инвестиции, како и поради поинтензивното проширување на трговскиот дефицит (заради повисокиот увоз на суровини од очекуваниот) и забавување на динамиката на тековните трансфери со посилно темпо од очекуваното.

<sup>129</sup> ДЗС (2009-3)- *Извештај за странски директни инвестиции од 2003 до 2007 година*, Државен завод за статистика, , 2009-3

<sup>130</sup> ДЗС (2010)-*Стоковна размена-извештај*, Државен завод за статистика, 2010

Според НБРМ, заклучно со 31.03.2011 година, состојбата на **девизните резерви** изнесуваа 1 900 милиони евра и обезбедуваат околу четири месечна покриеност на увозот на стоки и услуги за следната година. И покрај очекувањата во 2011 година за намалувања на нивото на девизни резерви, тие бележеа тренд на пораст.

**ГРАФИКОН БР. 52: РАСТЕЧКИ ТРЕНД НА ДЕВИЗНИТЕ РЕЗЕРВИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА (2004-2011)**



Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

**ТАБЕЛА БР. 33: Р. МАКЕДОНИЈА: ТЕКОВНА СМЕТКА КАКО % ОД БДП СПОРЕДБЕНО СО НЕКОЛКУ ЗЕМЈИ И ЕВРО-ЗОНАТА (2007-2010)**

Тековна сметка (како % од БДП)	2007	2008	2009					2010				
			Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Вкупно	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Вкупно
Македонија	-7,1	-12,8	-4,7	-1,4	0,9	-1,4	-6,7	-1,2	-0,7	1,1	-2,0	-2,8
Србија	-17,6	-21,4	-3,1	-0,8	-1,2	-1,8	-6,9	-2,7	-2,0	-1,8	-0,7	-7,2
Албанија	-10,8	-15,4	-3,5	-3,5	-4,5	-4,0	-15,5	-2,8	-2,2	-2,7	-4,3	-11,9
Црна Гора	-40,2	-51,3	-8,7	-9,8	-0,6	-11,0	-30,1	-8,0	-8,8	0,4	-9,1	-25,6
БиХ	-10,7	-14,2	-1,2	-1,8	-1,3	-1,9	-6,2	-0,3	-1,1	-2,1	-1,7	-5,2
Косово	-10,4	-16,3	-2,5	-4,6	-4,4	-5,9	-17,4	-2,1	-5,3	-4,7		
Бугарија	-25,2	-23,0	-3,6	-3,4	0,7	-2,6	-8,9	-1,5	-0,9	3,7	-2,3	-1,0
Чешка	-3,2	-0,7	0,1	-1,5	-1,2	-0,6	-3,2	0,2	-0,9	-2,5	-0,6	-3,8
Грција	-14,4	-14,7	-3,0	-3,0	-1,5	-3,5	-11,0	-4,2	-1,9	-1,3	-3,0	-10,4
Унгарија	-6,9	-7,3	-0,6	0,3	0,4	0,2	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	2,1
Романија	-13,4	-11,6	-0,3	-1,6	-0,8	-1,5	-4,2	-1,3	-1,7	-0,4	-0,7	-4,1
Хрватска	-7,5	-9,1	-4,1	-1,9	3,9	-3,4	-5,5	-3,0	-0,3	4,1	-2,3	-1,4
Евروزона	0,1	-1,5	-0,3	-0,2	0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,4

Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

Поголем број од анализираниите земји, вклучително и Македонија бележат намален дефицит на тековната сметка во 2010 година, при истовремен намален трговски дефицит.



**ТАБЕЛА БР. 34: Р. МАКЕДОНИЈА: ТРГОВСКА СМЕТКА КАКО % ОД БДП  
СПОРЕДБЕНО СО НЕКОЛКУ ЗЕМЈИ И ЕВРО-ЗОНАТА (2007-2010)**

Трговско салдо (како % од БДП)	2007	2008	2009					2010				
			Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Вкупно	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Вкупно
Македонија	-19,8	-26,2	-6,7	-5,1	-4,5	-7,0	-23,2	-4,3	-5,7	-4,6	-6,7	-21,3
Србија	-24,7	-25,7	-4,6	-3,7	-4,0	-4,8	-17,1	-4,2	-3,8	-4,2	-4,1	-16,4
Албанија	-27,1	-27,3	-5,6	-6,5	-7,2	-7,3	-26,6	-4,9	-5,2	-6,5	-6,7	-23,4
Црна Гора	-60,0	-68,1	-9,4	-12,1	-12,2	-12,4	-46,0	-8,4	-11,7	-12,6	-10,8	-43,5
БиХ	-37,2	-38,2	-6,4	-7,5	-6,8	-7,1	-27,8	-4,7	-6,4	-7,3	-7,2	-25,6
Косово	-40,3	-43,3	-8,3	-10,9	-11,6	-12,0	-42,8	-7,5	-10,2	-12,0		
Бугарија	-23,5	-24,3	-3,3	-3,6	-2,4	-2,6	-11,9	-1,6	-2,2	-0,3	-2,6	-6,7
Чешка	3,4	2,8	0,6	0,8	0,5	0,4	2,2	0,8	0,6	-0,1	0,2	1,4
Грција	-18,3	-18,6	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-13,1	-3,6	-3,1	-3,0	-2,6	-12,3
Унгарија	-0,1	-0,5	0,5	1,1	0,9	1,2	3,7	1,3	1,2	0,9	1,3	4,7
Романија	-14,3	-13,6	-1,3	-1,5	-1,4	-1,6	-5,8	-1,1	-1,6	-1,0	-1,2	-4,8
Хрватска	-21,7	-22,6	-3,8	-4,4	-4,0	-4,0	-16,2	-2,8	-3,3	-3,7	-3,2	-13,0
Евروزона	0,5	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2

Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

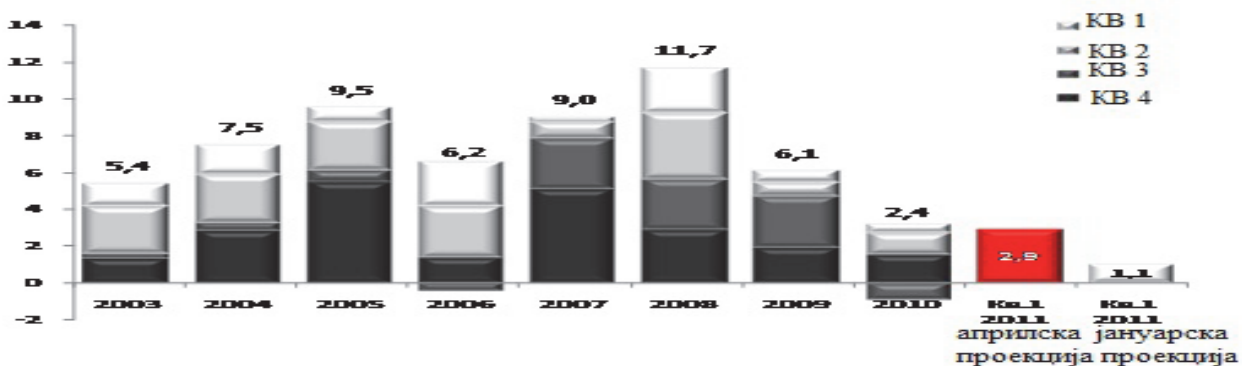
**ТАБЕЛА БР. 35: Р. МАКЕДОНИЈА: ТЕКОВНИ ТРАНСФЕРИ КАКО % ОД БДП  
СПОРЕДБЕНО СО НЕКОЛКУ ЗЕМЈИ И ЕВРО-ЗОНАТА (2007-2010)**

Тековни трансфери (како % од БДП)	2007	2008	2009					2010				
			Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Вкупно	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Вкупно
Македонија	17,0	14,7	1,9	3,9	6,0	5,2	17,0	3,8	5,1	6,1	4,9	19,8
Србија	10,1	7,7	2,0	3,2	3,3	3,4	11,9	2,2	2,5	2,8	3,9	11,4
Албанија	13,4	10,6	2,3	3,3	1,9	3,3	10,8	2,5	3,1	2,1	2,8	10,4
Црна Гора	2,2	2,4	0,5	0,7	0,7	0,9	2,9	0,8	1,0	0,9	1,1	3,8
БиХ	17,8	15,3	3,3	3,4	3,5	3,3	13,5	2,9	3,4	3,5	3,6	13,4
Косово	22,7	20,6	4,3	4,8	5,6	5,1	19,7	4,0	4,8	6,7		
Бугарија	2,2	2,4	0,6	0,9	0,6	0,6	2,7	1,1	1,2	1,1	0,8	4,3
Чешка	-0,8	-0,5	0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Грција	0,7	1,2	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,6	-0,3	0,8	-0,2	-0,2	0,1
Унгарија	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,0	0,2	0,1	0,1	0,4
Романија	3,9	4,3	1,1	0,8	1,0	0,7	3,5	0,4	0,5	1,0	0,9	2,8
Хрватска	2,4	2,2	0,5	0,6	0,5	0,6	2,3	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4
Евروزона	-1,0	-1,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-1,0	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-1,1

Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

Воедно, растот на тековните трансфери во Република Македонија во 2010 година беше најинтензивен споредено со другите анализирани земји. Во првиот квартал од 2011 година е забележан тренд на намалување на тековните трансфери со посилен интензитет од очекуваниот.

**ГРАФИКОН БР.53: САЛДО НА КАПИТАЛНА И ФИНАНСИСКА СМЕТКА % ОД БДП (2002-2011)**



Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

Дефицитот на тековната сметка во 2010 година е трипати помал во споредба со 2009 година но со спротивни, негативни движења кај капиталните приливи и тоа во услови на нецелосно обновена доверба на инвеститорите, но доволни за финансирање на нискиот тековен дефицит. Темпото на раст кај извозот во 2010 година е значително посилно од она на увозот заради отпочнатото закрепнување на странската побарувачка при сè уште бавно закрепнување на домашната побарувачка, која што не создаде притисоци врз увозот и не поттикна продлабочување на надворешните дебаланси. Следствено, нето-извозот чија годишна промена беше оценета на 0,6% е основниот носител на растот во 2010 година, а врз подобрена надворешна позиција влијаеше и растечката траекторија на приватните трансфери.

## ГРАФИКОН БР. 54: ТРГОВСКАТА РАЗМЕНА НА Р. МАКЕДОНИЈА (1994-2010)



Извор: НБРМ (2010)-НБРМ во 2010 година и планираните активности за 2011 година, НБРМ, декември, 2010

Поради релативно плиткиот и несофистициран финансиски систем во земјава, се очекува директните ефекти во делот на поврзаноста на домашните со странските финансиски институции да бидат помали во однос на индиректните ефекти кои би имале подолготрајни и посериозни последици. Падот на побарувачката од странство ќе го намали извозот и домашното производство, што е ризик за зголемување на невработеноста. Дали домашната економија ќе извлече корист од влијанието на светската економска криза, ќе зависи од флексибилноста и брзината на акомодирање на домашните компании на новите пазарни потреби и од моќта на големите странски компании да препознаат дека во билансите на македонските фирми нема нереални и преценети позиции.

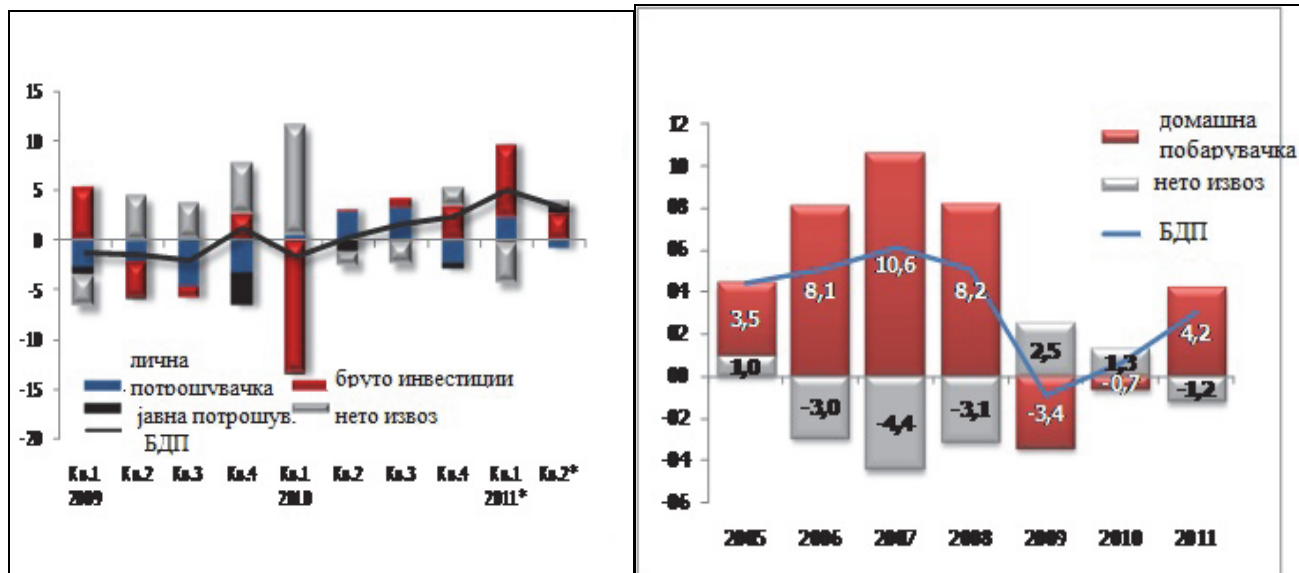
**Бруто домашниот производ (БДП)** од стапка на раст од 5% во 2008 година, се намали на -0,9% во наредната година за во 2010 година да изнесува 0,7%. Понатамошните ризици околу растот се главно во надолна насока и се поврзани со интензитетот на личната потрошувачка во услови на намалување на реалната куповна моќ на населението, при зголемена инфлација и евентуално потфрлање во реализацијата на очекуваните инвестиции.

**ГРАФИКОН БР.55: ПРИДОНЕСИ НА КОМПОНЕНТИТЕ ВО РЕАЛНИОТ РАСТ НА БДП (ВО %) ВО РМ (2009-2011)**

**ГРАФИКОН БР.56: ПРИДОНЕСИ НА ДОМАШНАТА ПОБАРУВАЧКА И НЕТО ИЗВОЗОТ ВО ГОДИШНИОТ РАСТ НА БДП (ВО%) ВО Р.М. (2005-2011)**

ГРАФИКОН БР. 55

ГРАФИКОН БР. 56



Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

**ТАБЕЛА БР.36: Р. МАКЕДОНИЈА: СТАПКА НА РАСТ НА БДП ВО % СПОРЕДБЕНО СО НЕКОЛКУ ЗЕМЈИ И ЕВРО ЗОНАТА (2007-2010)**

Бруто домашен производ (реални годишни стапки на раст, %)	2007	2008	2009				2009	2010				2010
			Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4		Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	
Македонија	6,1	5,0	-1,3	-1,5	-2,0	1,1	-0,9	-1,7	0,2	1,6	2,3	0,7
Хрватска	5,1	2,2	-6,7	-6,9	-5,7	-4,6	-6,0	-2,3	-2,3	0,3	-0,6	-1,2
Романија	6,3	7,4	-6,1	-8,7	-7,1	-6,5	-7,1	-2,2	-0,4	-2,2	-0,6	-1,3
Бугарија	6,7	6,2	-4,9	-4,1	-5,0	-7,6	-5,5	-4,8	1,0	0,3	3,1	0,2
Турција	4,7	0,7	-14,7	-7,8	-2,8	5,9	-4,8	12,0	10,3	5,2	9,2	8,9
Албанија	5,2	8,2	4,3	7,5	4,3	-0,6	3,9	2,2	3,0	5,0	5,4	3,9
Босна и Херцеговина	6,2	5,7	-	-	-	-	-2,9	-	-	-	-	-
Црна Гора	10,7	6,9	-	-	-	-	-5,7	-	-	-	-	-
Србија	6,9	5,5	-4,3	-4,5	-2,2	-1,7	-3,1	0,4	1,7	3,1	1,7	1,8
Косово	3,9	5,4	-	-	-	-	4,0	-	-	-	-	-
Евروزона	3,2	0,4	-5,4	-5,5	-3,9	-1,7	-4,1	0,9	2,3	1,9	2,0	1,8

Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

Анализирано преку движењето на стапката на раст на БДП, македонската економија закрепнува побрзо во споредба со Хрватска, Романија и Бугарија, но сепак побавно во однос на другите анализирани земји и Еврозоната. Воедно, треба да се има предвид и дека Македонија беше меѓу земјите со најмал пад на БДП во кризниот период.

Во однос на другите земји во регионот, прилагодувањето на **пазарот на труд** продолжи да се движи во надолна линија и со значително временско задоцнување во однос на останатите земји. Во првиот квартал од 2010 година, стапката на невработеност во земјата изнесува 33,5%. Според податоците на Државниот завод за статистика, во четвртото тримесечје од 2010 година, активното население брои 954 928 лица, од кои вработени се 659 557 лица или 69,1% а 295 371 лице или 30,9% се невработени што значи дека стапката на невработеност во земјава има надолен тренд. Во четвртиот квартал од 2013 година, стапката на невработеност во земјава бележи надолен тренд и изнесува 28,6%.

**ТАБЕЛА БР.37: Р.МАКЕДОНИЈА: СТАПКИ НА НЕВРАБОТЕНОСТ ВО % СПОРЕДБЕНО СО НЕКОЛКУ ЗЕМЈИ И ЕВРОПСКАТА УНИЈА (2007-2010Кв.1)**

Стапка на невработеност	2007	2008	2009				2009	2010 Кв.1
			Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4		
Македонија	34.9	33.8	32.7	31.9	31.7	32.4	32.2	33.5
Хрватска	9.6	8.4	9.5	8.9	8.7	9.3	9.1	11.2
Романија	6.4	5.8	6.9	6.3	6.8	7.5	6.9	8.1
Бугарија	6.9	5.6	6.4	6.3	6.7	7.9	6.8	10.2
Турција	8.8	9.7	14.0	12.4	11.9	11.9	12.6	12.8
Босна и Херцеговина	29.0	23.4	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	24.1	н.п.
Црна Гора	19.4	16.9	19.6	19.1	18.3	20.4	19.2	19.9
Србија	18.1	13.6	н.п.	15.6	н.п.	16.6	16.1	19.2
Европска Унија	7.1	7.0	8.7	8.7	9.0	9.3	8.9	10.1

Извор: НБРМ (2010)- Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2009 година, НБРМ, 2010

**Стапката на инфлацијата** во текот на 2011 година покажуваше тренд на натамошно умерено зголемување, главно заради растот на цените на храната и на енергијата на светските берзи. Со тоа, просечната годишна стапка на инфлација во периодот јануари-февруари 2011 година изнесува 3,6%, при годишна инфлација во февруари од 3,9%.

### ГРАФИКОН БР. 57: ОСТВАРЕНА И ПРОЕКТИРАНА ИНФЛАЦИЈАТА ВО Р.М. ВО % (2007-2011)



Извор: НБРМ (2011)-Ревизија на макроекономските проекции за 2011- Гувернер на НБРМ, НБРМ, мај, 2011

Главните фактори на инфлацијата во 2011 година се главно од надворешен карактер: повисоки светски цени на храна, на нафтата и зголемување на странска ефективна инфлација. Од домашните фактори значајни се: растот на цената на парното греење и евентуалниот раст на домашната цена на електричната енергија. Ризиците околу проекцијата на инфлацијата за 2011 година се оценуваат како претежно нагорни, поврзани со евентуално посилен раст на светските цени на храната и на енергијата од очекуваниот, поинтензивни индиректни ефекти врз останатите цени и можноста за евентуално повисок раст на регулираните цени од очекуваниот.

Со цел подигање на нивото на **домашната потрошувачка**, а во рамки на фискалниот активизам, Владата на Р. Македонија предвиде 8 милијарди евра да бидат алоцирани во изградба на капитални инвестиции и инфраструктурни објекти во периодот од 2009 до 2016 година.

Во првиот квартал на 2010 година имавме посилен пад на домашната побарувачка во однос на очекуваниот, во услови на намалување на личната и на јавната потрошувачка (наспроти очекуваниот раст) и на значително подлабока контракција на инвестициската побарувачка. Домашната побарувачка беше без притисоци врз растот на цените додека растот на економијата беше под потенцијалниот раст.

Во врска со **работењето на корпоративниот сектор** во 2009 година, финансиските извештаи за 2009 година депонирани кај Централниот регистер на Р.Македонија говорат дека:

- активата на корпоративниот сектор во 2009 година, иако со забавена динамика, сепак се зголемила: годишна стапка на раст од 7,6% (во 2008 од 12,1%); 2) вкупниот број на претпријатија се зголемил за 3,4% (во 2008: за 46%), намален е бројот на новоосновани претпријатија за 20, 7% (во 2008 за 5%), односот новоосновани претпријатија/вкупни претпријатија за 2009=8,6% (2008=11,8%), зголемен број на претпријатија во стечај за 30,7% (во 2009 биле 2270, односно 533 претпријатија во стечај повеќе во однос на 2008 година) и 3) значително зголемување на бројот на претпријатија со блокирани сметки и над коишто е отворена стечајна постапка: односот претпријатија со блокирани сметки/вкупни претпријатија 2009=18,1%, (2008=11,8%), односот претпријатија во стечај/вкупни претпријатија во 2009=1,8% (2008=1, 4%). Активата расте побрзо од растот на бројот на претпријатијата, особено ако се има предвид значителното зголемување на тие со блокирани сметки и тие под стечај. Финансиските показатели за корпоративниот сектор во 2009 година зборуваат дека постои:

**1) поголема профитабилност кај истиот**: профитна маргина (добивка/приходи од продажба) за 2009=6,2%, (2008=3,0%); добивка по работник (во илјади денари) за 2009=121,6, (2008=82,6); РОЕ (финансиски резултат/капитал и резерви) за 2009=4,3%, (2008=2,8%); РОА (финансиски резултат/актива) за 2009=2,1%, (2008=1, 3%); финансиска сигурност (капитал и резерви/вкупна пасива) 2009= 49,6%, (2008=48,1%); стабилна ликвидност: моментна ликвидност ((тековни средства - залихи)/обврски) 2009=0,6 (2008=0,6), тековна ликвидност (тековни средства/тековни обврски) 2009=0,9 (2008=0,9);

**2) зголемен број на денови на врзување на побарувањата** (вредност на побарувања X број на денови во годината/ приходи од основна дејност и други активности) за 2009= 259, (2008=195);

**3) зголемен број на денови на врзување на залихи** (вредност на залихи X број на денови во годината / приходи и од основни дејност и од други активности) за 2009=137, (2008=109) и

**4) зголемен број на денови на плаќање на обврските** (вредност на краткорочните обврски x број на денови во годината/ трошоци од редовно работење) за 2009=381, (2008=304).

На прв поглед произлегува дека финансиската сигурност на корпоративниот сектор се подобрила бидејќи: се зголемило учеството на капиталот и резервите во структурата на изворите на средства (зголемување на самофинансирањето) и се подобрени показателите за профитабилност. Ова делумно може да се објасни со намалувањето на трошоците за редовно работење (количините и цените на увезените сировини и репроматеријали, намалувањето на стапките на придонесите за здравствено и пензиско осигурување итн.). Од друга страна се јавува големо влошување кај: деновите на врзување на побарувањата, денови на врзување на залихите и денови на плаќање на обврските. Доколку се изврши исправка на вредноста на побарувањата, во тој случај показателите за капиталот и другите финансиски индикатори би биле значително понеповолни, а заклучокот за евентуално подобрената финансиска стабилност би можел да биде доведен во прашање.

Анализата на показателите за работењето на корпоративниот сектор во 2010 година не укажува на некои позначителни промени, во споредба со 2009 година. Показателите за задолженоста на корпоративниот сектор забележаа извесно влошување, а ликвидноста бележи минимално подобрување, но показателите се и натаму на релативно ниско ниво. Показателите за ефикасноста на користењето на средствата се задржаа на речиси исто ниво, слично како и показателите за профитабилноста, но сепак се забележуваат позитивни движења во структурата на билансот на успех.



### ГРАФИКОН БР. 58: НЕФУНКЦИОНАЛНИ КРЕДИТИ КАЈ КОРПОРАТИВНИОТ СЕКТОР ВО Р.М. (2006-2009)



Извор: НБРМ (2010)-Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2009 година, НБРМ, 2010

Анализата на состојбите во корпоративниот сектор ги сумираат следниве констатации (НБРМ, 2010):

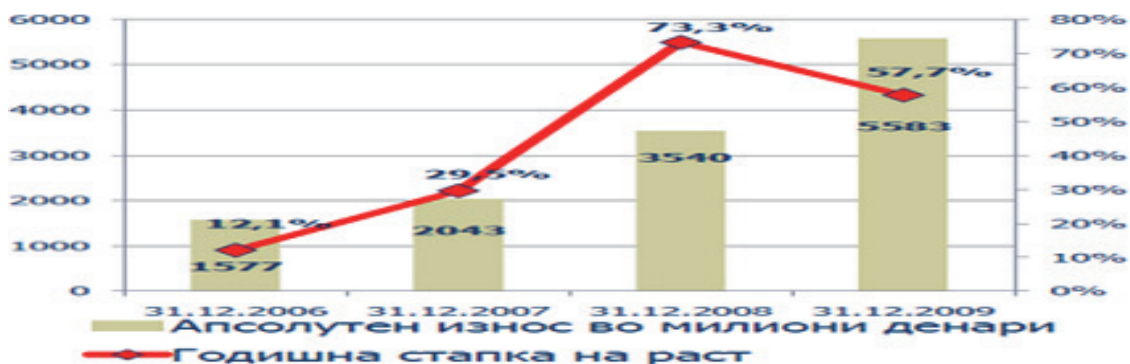
- Задолженоста на корпоративниот сектор продолжи да расте, но со побавна динамика, а најголем доверител се нерезидентите ;
- Прирастот на долгот на корпоративниот сектор за две години изнесува 71,9 милијарди денари (1,2 милијарди евра), со што на крај на 2009 година изнесува 241,8 милијарди денари;
- Поинтензивен раст на нефункционалните кредити во 2009 година во однос на 2008;
- Задолженоста со валутна компонента во вкупната задолженост изнесува 93% во евра и евроклаузула;
- На агрегатно ниво, корпоративниот сектор има кратка нето девизна позиција (повеќе обврски со валутна компонента отколку побарувања со валутна компонента).
- Со користењето на прилагодливите каматни стапки и заштитните валутни клаузули во договорите за кредит, банките ги префрлуваат каматниот и валутниот ризик на своите клиенти: 75,7% од кредитите се со прилагодлива каматна стапка, 34,2% се денарски кредити со валутна клаузула, а заедно со девизните кредити, тие зафаќаат 58% од вкупните кредити.

Потребно е да се назначи дека вкупниот долг вклучува: кредити, камати и други побарувања кон домашните банки, вкупни обврски кон странство (нерезиденти) и вредност на активни договори за лизинг.

Постои тренд на намалување на пласираните **корпоративни кредити** од страна на банките за 2009 година. Вкупните кредити на банките пласирани кај корпоративниот сектор на крајот на 2009 година изнесуваа 104, 8 милијарди денари. Истите во 2008 година се зголемија за 24, 3 милијарди денари, а во 2009 година за 4, 7 милијарди денари, што е вкупен прираст од 29 милијарди денари (околу 40% од прирастот на вкупниот долг). Учеството на кредитите на корпоративниот сектор во БДП во 2009 година е релативно ниско и изнесува 25, 5% (24, 5% во 2008 година).

**Задолженоста на населението** во Р. Македонија како процент од БДП во примерок од 26 земји и споредено со просекот за ЕУ и евро-зоната, е на најниско ниво (17, 3%). Во 2009 година прекинат е трендот на забрзан раст на долгот на населението во однос на БДП. Продолжува растот на нефункционалните кредити со висока двоцифрена стапка на раст од 57,7% на крајот на 2009 година. Забрзано расте бројот на блокирани сметки на физички лица додека во кредитите од банките доминира долгот на населението. Постои релативно висока изложеност на каматен и валутен ризик во: кредитите со прилагодливи каматни стапки се застапени со 88, 9%, а долгот со валутна компонента зафаќа 45,7% од вкупниот долг. Доаѓа до зголеменост на ризиците за кредитната способност на домаќинствата поради влошувањето кај реалниот сектор и заради нерамномерната дистрибуција на задолженоста и расположливиот доход (околу 60% од долгот е концентриран кај население со пониски примања (НБРМ, 2010).

### ГРАФИКОН БР.59: НЕФУНКЦИОНАЛНИТЕ КРЕДИТИ КАЈ НАСЕЛЕНИЕТО ВО Р.М.(2006-2009)



Извор: НБРМ (2010)- Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2009 година, НБРМ, 2010

Според податоците на НБРМ, во рамки на првите три квартала од 2010 година, нефункционалните кредити бележат зголемување, но со забавена годишна стапка на раст (истата од 52,9% на 30.09.2009 година, се намали на 21,6% на 30.09.2010 година).<sup>131</sup> Нефункционалните кредити во банкарскиот сектор имаат тренд на пораст и зафаќаат вкупно 10,15% од кредитното портфолио, а банкарските профити во првите девет месеци од 2010 година во износ од 948 милиони денари, се намалиле за 29,7% во однос на профитите од 2009 година. Намалената профитабилност на банките се должи на: влошениот квалитет на кредитното портфолио (отсликан преку ангажирањето значителен дел од вкупните приходи за издвојување исправка на вредноста поради отпишување на побарувањата), сè уште ниската економска активност којашто влијае на динамиката и квалитетот на кредитното портфолио, стимулативната каматна политика на банките во трката за задржување и зајакнување на депозитното јадро, нивото на оперативните трошоци итн. Ликвидноста на банкарскиот сектор во земјава е стабилна, а стапката на адекватност на капиталот останува 16,4%.

Растот на **монетарните агрегати** во 2010 година изнесуваше 12,2% .

<sup>131</sup> Податокот се однесува за кредитната маса и на кооперативен сектор и на население заедно

Растот на **денарското штедење** продолжува да се интензивира (намалена евроизација), а денарските депозити учествуваат во вкупните депозити со 47,8% во јуни 2010 година, наспроти 46,4% во декември 2009 година. Важно е да се потенцира дека до 2010 година депозитите растат со поголема стапка во однос на растот на кредитната маса.

**Кредитниот раст** во 2010 година изнесуваше 7,1% и беше помал од проектираните 9,4% и тоа во услови на релаксирање на каматните стапки од страна на банките, иако истите се мошне инертни во делот на следењето на импулсите од НБРМ и намалувањето на каматните стапки. Ова беше согласно очекувањата за бавно опоравување на кредитниот пазар. Ризикот од влошување на финансискиот капацитет на клиентите поврзан со нивната кредитоспособност и квалитетот на кредитното портфолио е од клучно значење за кредитната експанзија. Ризиците зависат од темпото на опоравување на домашната економија и ефектите врз капацитетот за штедење на економските субјекти и вреднувањето на ризиците при носењето на кредитни одлуки од страна на банките. Кредитниот раст во Македонија е сепак меѓу повисоките во регионот – единствено Србија и Албанија имаат повисок кредитен раст (заклучно со ноември 2010 година), кредитниот раст во евро-зоната е под 2%, а во Црна Гора кредитите се намалиле на годишна основа .

Во Р.Македонија, кредитниот бум е евидентен во интервалот од 2004 до 2008 година, кога соодносот приватни кредити/БДП го надминува долгорочниот тренд и бележи раст поголем од 10%, додека во 2006 и 2007 година постои рапиден кредитен бум кога растот на приватни кредити/БДП е 21% т.е. 22% аналогоно. Кумулативниот раст на приватни кредити/БДП изнесува 96% и спореден со земјите на Централна Европа и Југоисточна Европа претставува умерен кредитен бум (во наведените групи земји кредитниот бум е над 200%). Во петгодишниот раст на кредитниот бум, референтната каматна стапка во просек се намали на 6,99% т.е. за 3% во однос на периодот пред кредитниот бум, а премијата за ризик (т.е. разликата помеѓу кредитната каматна стапка и референтната каматна стапка) се намали на 4,16% т.е. за 4,01%. Анализираниот период се карактеризираше со високи капитални приливи од СДИ и портфолио инвестиции а учеството на странскиот капитал во банкарскиот сектор бележи раст од 47,2% во 2003

година на 74,3% во 2008 година.<sup>132</sup> Последиците од кризата во земјава се ефектуираат на крајот од 2008 година кога доаѓа до раст на референтната каматна стапка, раст на премијата за ризик и на кредитните каматни стапки, пад на растот на БДП на 0,9%, пад на инвестициите, пад на капиталните приливи, опаѓање на личната потрошувачка и извозот и раст на невработеноста.

Во врска со **пазарот на хартии од вредност** со долниот графикон ја илустрираме вредноста на издадените долгорочни хартии од вредност за последните три години, додека бројот на издадени дозволи за емисии во 2007 година изнесува 10, во 2008 -23 и за 2009 година 7 одобренија за емисии.

**ГРАФИКОН БР. 60: ВРЕДНОСТ НА ИЗДАДЕНИТЕ Х.В. ВО Р.МАКЕДОНИЈА (2007-2009)  
во милиони денари**

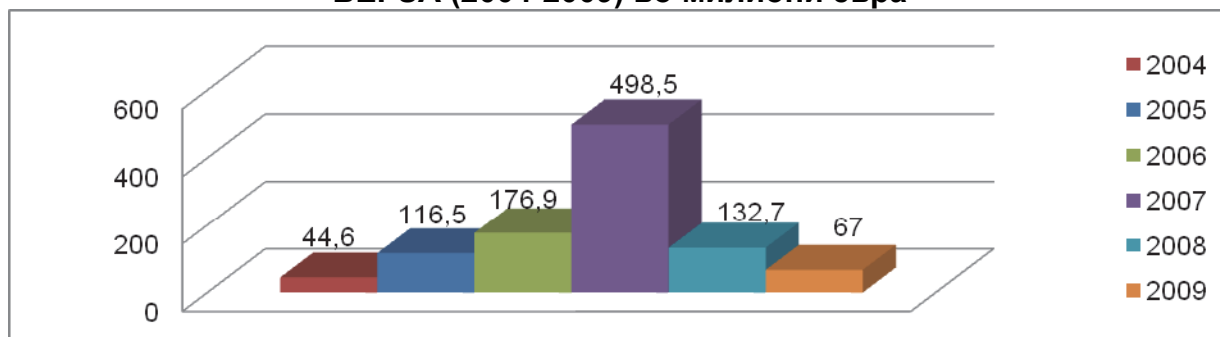


Из  
2009 год, КХВ, 2010год.

Вкупната *пазарна капитализација* на *секунадраниот пазар* на хартии од вредност (акции и обврзници) во 2009 година изнесуваше 136,96 милијарди денари што претставува 33,68% од БДП на Р. Македонија за 2009 година. На Македонската берза *остварениот промет* на класичното тргување во 2009 година изнесуваше 4 098 905 714 денари (околу 66,89 милиони евра), што е за 49,58% помалку во споредба со 2008 година. Намалувањето на прометот на берзата како последица на кризата, влијаеше негативно врз работењето на брокерските куќи.

<sup>132</sup> Петрески Благица (2012)- „Искусството од кредитниот бум во Македонија“ *Економија и бизнис*, 11,2012

**ГРАФИКОН БР. 61: ПРОМЕТ НА КЛАСИЧНОТО ТРГУВАЊЕ НА МАКЕДОНСКАТА БЕРЗА (2004-2009) во милиони евра**



Извор: КХВ (2010)- Извештај за работењето на Комисијата за хартии од вредност за 2009 год, КХВ, 2010

Вредност на *МБИ10* на последниот ден на тргување во 2009 година (30. 12. 2009) изнесуваше 2 751,88 индексни поени, што значи пораст од 31,28% во споредба со вредноста на индексот постигната на последниот ден на тргување во 2008 година (30. 12. 2008 година) изнесува 2 096,16 индексни поени. Вредноста на индексот на јавно поседувани друштва *МБИД* на последниот ден на тргување во 2009 година (30. 12. 2009) изнесува 3 035,98 индексни поени, што значи пораст од 37,13% во споредба со вредноста на индексот постигната на последниот ден на тргување во 2008 година (30. 12. 2008 година) изнесува 2 213,89 индексни поени. Индексот на обврзници *ОМБ* на последниот ден на тргување во 2009 година (30. 12. 2009) изнесува 110,06 индексни поени, што значи зголемување од 2,29% во споредба со вредноста на индексот постигната на последниот ден на тргување во 2008 година (30. 12. 2008 година) изнесува 107,60 индексни поени.

Цената на уделот на сите фондови во текот на 2009 година не доживеала поголеми флукуации и била релативно стабилна. Во втората половина на 2009 година сите **инвестициски фондови** забележуваат благ раст на цената на уделот што е резултат на раздвижувањето на цените на хартиите од вредност на светските пазари.

**Штедилниците** во 2009 година зафаќаат 0,9% од вкупната финансиска актива и бележат намалување на нивната активност и изразени ризици, влошена профитабилност, но висока капитализираност.

**Пензиските фондови** опфаќаат 3,6% од активата на финансискиот систем, се одликуваат со позитивни годишни и тригодишни стапки на принос, а од втората половина на 2009 година е воведен и најавуваниот Трет столб за кој очекувањата се дека ќе биде силен инпут за во насока за продлабочување и побрз развој на финансискиот систем во земјава.

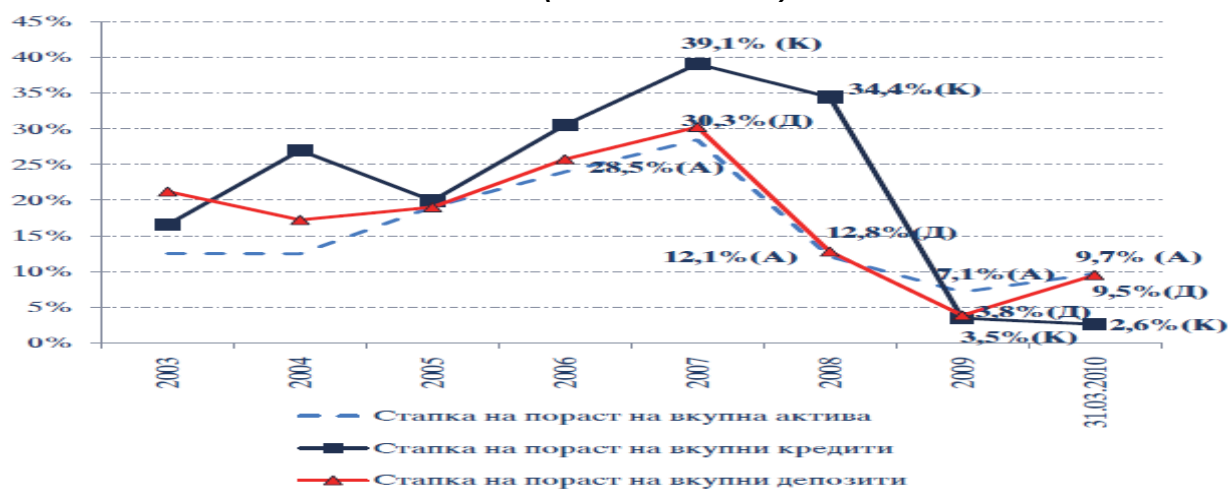
**Осигурителните друштва** претставуваат 3,7% од активата на финансискиот систем и иако генерално нема влошување на ризичноста во 2009 година, секторот прикажал загуба.

**Лизинг друштвата** зафаќаат 2,5% од активата на финансискиот систем и од сите финансиски институции бележат најголемо забавување на растот на активностите, при што прикажале загуба во 2009 година.

Во рамки на активата на финансискиот систем во Р. Македонија, во 2009 година доминира **банкарскиот систем** со учество од 89% и од тука произлегува огромното значење на перформансите во овој сектор во функција на ефикасно справување со глобалната економска криза. Главни карактеристики на банкарскиот систем во услови на почетокот и развојот на кризата беа (НБРМ 2010):

- **Забавувањето на активностите** кои во 2010 година повторно се зголемуваат (годишен раст на активата од 7,1% во однос на 2008 година – раст за 12,1%, значајно забавен годишен раст на кредитите од 3,5% во однос на 2008 година за 34,4%, годишен раст на депозитите од 3,8% во однос на 2008 година за 12,8% и во првиот квартал од 2010 година, годишен раст на активата за 9,7%, на кредитите за 2,6% и на депозитите за 9,5%);

**ГРАФИКОН БР.62: ТРЕНДОВИ НА БАНКАРСКАТА АКТИВНОСТ ВО Р.МАКЕДОНИЈА (2003-2010 1Кв.)**



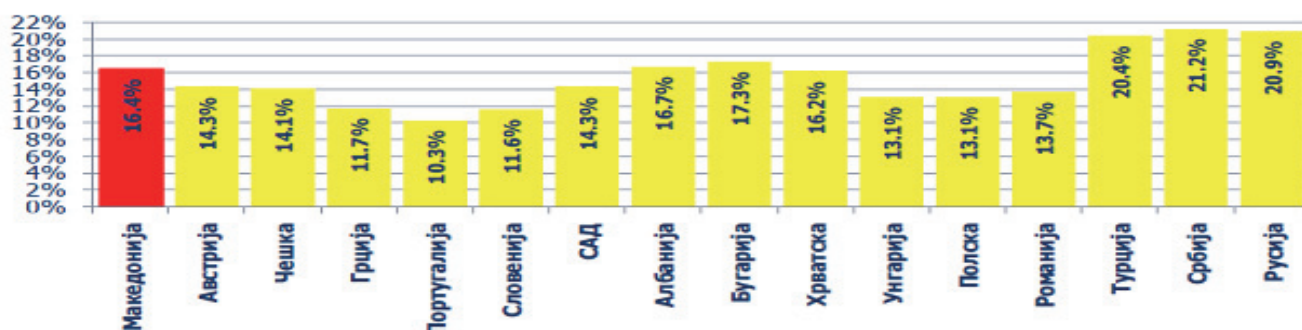
Извор: НБРМ (2010)- Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2009 година, НБРМ, 2010

- Влошување на квалитетот на кредитното портфолио што продолжи и во 2010 година. Односот на нефункционални кредити врз вкупни кредити во 2007 година изнесуваше 9,2%, во 2008 година изнесуваше 6,8% а во 2009 година 8,6%, а во 2010 година 9,8%. Односот вкупен главен долг врз сопствени средства изнесуваше 49,9%, 62,2%, и 64% аналогно за 2007, 2008 и 2009 година т.е. покажува тренд на пораст;
- Раст на индиректниот кредитен ризик во банкарството поради влошената состојба во реалниот сектор;
- Намалувањето на профитабилноста што се огледаше во намалувањето на добивката која за 2009 година изнесува 1 676 милиони денари и е за 51% помала во однос на 2008 година, РОАА изнесува 0,5% во однос на 1,8% за 2008 година, РОАЕ е 5,6% во споредба со 2008 година кога изнесува 12,5%. Зголемен беше и бројот на банки кои прикажаа загуба (од 6 банки во декември 2008 година на 7 банки во декември 2009 година). Добивката на банкарскиот сектор, остварена во првите девет месеци од 2010 година, изнесуваше 948 милиони денари и беше пониска за 30% во однос на истиот период од 2009 година.



- *Одржани нивоа на солвентност и ликвидност*- Македонија со стапка на адекватност на капиталот од 16,4% е меѓу првите земји. Соодносот на ликвидната актива и вкупната актива на крајот на 2007, 2008, 2009 и прв квартал од 2010 година изнесувал аналогно 35,9%, 23%, 25,7% и 25,6%.

**ГРАФИКОН БР.63: Р.МАКЕДОНИЈА: СТАПКИ НА АДЕКВАТНОСТ НА КАПИТАЛОТ СПОРЕДБЕНО СО НЕКОЛКУ ЗЕМЈИ ВО ДЕКЕМВРИ 2009 ГОДИНА**



Извор: НБРМ (2010)- Извештај за финансиска стабилност на Р. Македонија за 2009 година, НБРМ, 2010

### 5.11. ИДНИТЕ ЗАКАНИ, ПРЕДИЗВИЦИ И ПЕРСПЕКТИВИ ЗА ОДРЖУВАЊЕ НА МАКРОЕКОНОМСКАТА И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

Со цел овозможување и зајакнување на економскиот раст во земјава, од страна на тимот на ММФ беше нотирана потребата од намалување на фискалниот дефицит и одржување на јавниот долг на ниво кое нема да ја вброи земјава во групата на презадолжените. Освен тоа, беше потенцирано дека во делот на монетарната политика, НБРМ започна имплементирање на постепено релаксирана монетрна политика, како одговор на подобрување на степенот на доверба во финансискиот систем. *Поволните трендови на надворешните салда* и меѓународните резерви треба да обезбедат простор за *дополнително постепено олеснување на монетарната политика*. За *банкарскиот систем* на Македонија, повторно беше потврдено дека *останува во*

*здрава форма*, со силна адекватност на капиталот и солидно ниво на ликвидност. Како што напредува економското закрепнување, така расте и побарувачката за кредити, при што македонските банки се добро позиционирани за поддршка на растот преку зголемување на кредитната маса. Перспективите за *континуирана стабилност и постепено враќање кон раст во земјава* се добри. Сепак постојат *неизвесности и ризици кои се закануваат од надворешната средина*: опоравувањето на нашите трговски партнери и глобалните финансиски услови на меѓународниот финансиски пазар што се силни причини за одржување на високо ниво на претпазливост при креирањето и имплементирањето на макроекономската политика.<sup>133</sup> Финансиската стабилност во Р. Македонија остана на задоволително ниво. И покрај фактот дека во 2009 година се забележаа првите знаци за излез од силната глобална рецесија, ризиците за финансиската стабилност во Република Македонија се зголемија. Македонската економија останува осетлива на внатрешните и надворешните фактори на ранливост. Таа ја дочека кризата во релативно добра состојба, но под влијание на меѓународните кризни случувања не можеше да ги избегне силните негативни ефекти од *падот на извозната побарувачка, намалувањето на капиталните приливи и влошените очекувања на економските субјекти*, а следствено на тоа и *падот на активноста во реалната економија, зајакнатите склоности за кумулирање девизни средства, и притисоците за депрецијација на домашната валута*. Токму оттука произлегува и главната зависност на македонската економија од меѓународните случувања, особено од економските движења кај нашите главни трговски партнери и кај земјите од опкружувањето. Потребно е будно следење на состојбите, најмногу како последица на зголемената неизвесност од должничката криза кај нашиот јужен сосед, нејзиното влијание врз економските политики во останатите земји од Европската Унија, кризата и турбуленциите на еврото и ефектите што таа би ги имала, како врз домашниот реален сектор, така и врз финансискиот систем и процот на раздолжување на матичните банки од нашето економско опкружување. Високиот степен на евроизација на македонската економија, (иако во 2012 година е евидентиран тренд на денаризација на штедењето и кредитните пласмани) кој што беше дополнително зајакнат во кризните услови, минатите

<sup>133</sup> MMF (2010)-Izvestaj na MMF za R.Makedonija, IMF, May 2010

две години ја издвојува *стабилноста на девизниот курс* на денарот, како главно сидро на кое се темели целокупната финансиска стабилност на земјата.

Стабилноста на финансискиот систем на Република Македонија во најголема мера зависи од *стабилноста на банкарскиот систем* како негов доминантен сегмент. Банкарскиот систем не беше директно погоден од светската економска криза, но не можеше да ги избегне индиректните ефекти од глобалните економски шокови, коишто се прелеаја преку домашниот реален сектор. Стабилната позиција на домашниот банкарски систем, пред сè се должеше на неговата конзервативност, затвореност кон меѓународните финансиски пазари и неговата релативно силна капитална и ликвидносна позиција. Ова ја подвлекува заканата од влошениот квалитет на кредитните портфолија, растечкиот тренд на деликвентни кредити и остварувањата на реалниот сектор, особено од аспект на неговите можности за сервисирање на долговите кон банките. Дополнително, вградените заштитни клаузули од страна на банките во однос на *валутниот и каматниот ризик*, со кои тие ги пренесуваат овие ризици врз своите клиенти (кои што вообичаено се помалку информирани за економските појави и природата на ризиците), предизвикуваат и *индиректниот кредитен ризик* во Република Македонија да биде од исклучителна важност во однос на одржувањето на стабилноста на банкарскиот систем, а со тоа и на севкупната финансиска стабилност во земјата. Во услови кога голем дел од вкупниот долг на претпријатијата и населението е со девизна компонента, клучна е зависноста на нивната способност за сервисирање на долговите од стабилноста на девизниот курс на денарот. Дополнително, доминацијата на долгот (долгорочниот) со променлива каматна стапка, ја зголемува чувствителноста на овие сектори и на каматниот ризик, доколку економијата подолго време остане во криза.

Движењата на меѓународните финансиски пазари, вклучувајќи ги овде и *промените на вредноста на еврото*, во однос на останатите валути, пред сè во однос на американскиот долар како и *кризата на еврото*, може да имаат влијание врз вредноста на средствата и обврските на банките со валутна компонента, но со релативно слаб интензитет, поради фиксниот курс на македонскиот денар во однос на еврото (при депрецирање на вредноста на еврото – депрецира и денарот), но и поради малата застапеност на другите валути во девизните позиции на банките.

Рецесијата во светската економија и забавениот домашен раст се рефлектираа врз ликвидноста на претпријатијата и врз нивната способност за редовно сервисирање на обврските. Добра страна на секторот на мали и средни претпријатија е што тие можат брзо да ја пренасочат својата дејност кон реалните и новонастанати пазарни потреби. Една од производните можности за Р.Македонија е извозот на храна во услови на постоечки светски дефицит од прехранбени производи. Првата година по почетокот на кризата се зголеми бројот на претпријатија со блокирани сметки и претпријатија во стечај, се зголеми доцнењето при наплата на побарувањата и при плаќањето на обврските. Неповолните движења кај *корпоративниот сектор* и отежнатиот пристап до изворите на финансирање (како резултат на зголемената претпазливост на банките и намалената кредитна понуда) можат и понатаму да имаат негативно влијание врз способноста за сервисирање на долговите и на претпријатијата, и на населението (вработените), а оттука индиректно и врз стабилноста на нивните кредитори.

Ризиците за *секторот население* се поврзани со намалениот расположлив доход и можностите за редовно сервисирање на долгот, што од друга страна, се закана за зголемено социо-економско раслојување кај населението, односно концентрирање на задолженоста кај сегментите од населението со пониски примања.

Како резултат на движењето на дефицитот на тековната и на капиталната сметка се очекувањата за одржување на задоволително ниво на *девизни резерви* кое овозможува четиримесечна покриеност на увозот во 2013 година.

Во претстојниот период, *потенцијалните ризици* за финансиската стабилност се поврзани со *заздравувањето на економиите и финансиските пазари, пред сè на нашите најголеми трговски партнери, со должничката криза во јавните финансии на некои од поразвиените економии, но и на Европската Унија во целост*, нивното заздравување со побавна динамика од очекуваната и падот во *домашната економска активност, должничките проблеми на нашиот јужен сосед* итн. Во рамки на идните ризици ќе ги вброиме и можното прелевање на *намалениот обрт и намалената ликвидност на домашниот реален сектор* врз пазарот на труд што може да предизвика дополнителен раст на *невработеноста*, *намалена кредитоспособност* на населението и раст на *кредитниот ризик* во банкарскиот систем, *неизвесноста од*

висината на капиталните приливи (а со тоа и на девизната понуда), приливот на СДИ, динамиката на приватните трансфери, ризиците од инфлацијата (како резултат на порастот на светската побарувачка, растот на цените на храната и регулираните цени). Влијанието на должничката криза во Грција врз домашната економија се рефлектира директно и индиректно. Изложеноста на кредитен ризик на македонскиот банкарски систем кон грчки резиденти изнесува околу 0,01%. При претпоставка за целосна ненаплатливост на побарувањата на домашните банки од клиенти коишто имаат одредена деловна поврзаност со грчката економија (и кои заедно опфаќаат околу 2,0% од вкупната изложеност на кредитен ризик на домашниот банкарски систем), стапката на адекватност на капиталот на банкарскиот систем би се намалила на 14,1% што потврдува дека не е голема опасноста за остварувањето директни загуби од страна на македонските банки, поради инвестирање во грчки хартии од вредност или поради кредитирање грчки субјекти (земајќи го во обзир и законското ограничување). На крајот на првиот квартал од 2011 година, обврските на банкарскиот систем на Република Македонија кон грчки резиденти изнесуваат околу 4,7 милијарди денари или само 1,7% од вкупните обврски.<sup>134</sup> Во индиректните ефекти предизвикани од грчката должничка криза, ќе ги вброиме можната „зараза“ на други земји со ранливи фискални позиции или со голема изложеност кон грчката држава (инвестиции во државни хартии од вредност), на глобално ниво се создава негативна инвестициона слика за сите земји во регионот, очекувано е преоценување на ризиците и зголемување на премиите за ризик, се очекуваат намалени грчки инвестиции во Македонија (во 2009 година, Грција беше наш четврти најголем странски директен инвеститор) и намалување на извозот кон Грција (во 2010 година, Грција беше наш четврти најголем трговски партнер), може да се случи и финансиски делевериџинг на домашни подружници на грчки матични фирми преку реинвестирање на добивката или преку кредитирање, што покрај преземање релативно голем кредитен ризик може да значи одлив на ликвидност од македонската економија кон грчката. Очекувани се и позитивни ефекти од грчката криза што можат да произлезат од разликата во ценовните нивоа на повеќето производи

<sup>134</sup> НБРМ (2012)-Извештај за финансиска стабилност за 2011 година, НБРМ, 2012

и услуги меѓу Македонија и Грција: мотив за зголемување на прекуграничната трговија, а со тоа и на приватните трансфери (НБРМ, 2012).

Освен должничката криза, светската економија од неодамна беше потресена и од неодамнешната војна во Либија и Блискиот Исток (како главни извозници на нафта), растот на цената на нафтата, неодамнешната нуклеарна криза во Јапонија и консеквенците по нејзините трговски партнери (ЕУ, САД, Кина, Тајван), растот на цената на храната и глобалниот инфлационен бран. Новиот потенцијален финансиски стрес би предизвикал нова нестабилност на меѓународниот финансиски пазар, раст на цената на задолжувањето, намален извоз, намалени капитални приливи и намалување на растот на економиите. Во македонски услови, зголемените цени на енергенсите би значеле и зголемени трошоци на производство за корпоративниот сектор, што во услови на мала куповна моќ и мал домашен пазар би резултирало со намалено производство и зголемена невработеност. *Потребно е во домашната економија да се поттикне растот на инвестиции, ефикасна алокација на ресурсите, раст на продуктивноста преку структурни реформи и долгорочни стратегии. Од надворешните фактори, за раст на економијата значаен е порастот на глобалната економија што ќе обезбеди подобри извозни можности и поголеми капитални приливи.*

Земајќи ги в обзир нотираните ризици и потенцијалните пунктови на пренос на негативните ефекти меѓу одделните сегменти во економскиот систем, земајќи го во обзир и финансискиот систем како негов подсистем, како основен услов за зачувување на финансиската стабилност останува одржувањето на макроекономската стабилност и обратно.

## ЗАКЛУЧНИ РАЗГЛЕДУВАЊА

Кога се зборува за финансиска стабилност само првично се чини дека се зборува за еден сегмент од економијата, а всушност зборуваме речиси за целата економија заради големото значење на финансискиот систем за економијата и поврзаноста на финансискиот систем со останатите подсистеми, поради што тој има клучно влијание врз состојбите во економијата. Постојат два различни погледа за дефинирање на финансиската стабилност. Првиот ја дефинира финансиската стабилност во однос на стабилноста на финансискиот систем на надворешните шокови (Padoa-Schioppa, 2003). Вториот ја нагласува ендегената природа на финансиската нестабилност и ја опишува финансиската стабилност во однос на отпорноста на удари кои потекнуваат од самиот финансиски систем (Schinasi, 2004). *Финансиската стабилност* се дефинира како состојба на непречено функционирање на сите сегменти на финансискиот систем, при што секој од нив обезбедува највисоко можно ниво на флексибилност за апсорбирање на можни шокови (НБРМ).

Макроекономските нерамнотежи влијаат на финансиска стабилност и обратно финансиската нестабилност може да се одрази врз макроекономските рамнотежи. Од овие причини, централните банки, но и меѓународните финансиски организации и тела, во современи услови сè повеќе се грижат и за макроекономската и за финансиската стабилност. Трошоците на финансиската нестабилност во однос на економскиот раст се високи. Нестабилноста доведува до висока просечната стапка на недоволно користење на производствените капацитети со што се намалува продуктивноста на капиталот. Од друга страна, несигурноста поврзана со варијабилноста во стапките на раст има негативни ефекти врз акумулацијата на капиталот (Loayza и други, 2003).

Функционалниот финансиски систем како конгломерат од финансиските пазари, финансиските институции и соодветна законска инфраструктура овозможува непречено и континуирано флукутирање и пласирање на паричните средства и капиталот, како своевиден крвоток во економијата, таму каде што ќе бидат економски најмногу оплодени и најоправдани. Истражувањата покажуваат дека големите финансиски кризи настанале како резултат на создавање на монетарен вишок и заради неправилно функционирање и

недоволна регулација на финансискиот систем. Финансиската либерализација и слободата на движење на капиталот се поврзуваат со појавата на банкарските кризи. Пренесувањето на финансиските кризи од една во друга земја се објаснува со постоење на цврсти трговски и финансиски врски помеѓу земјите како и слични макроекономски, политички и социјални услови. Пропаѓањето на банките наметнува огромни општествени трошоци, не само заради можното пропаѓање посебно на малите локални фирми (кои потешко би нашле нов извор на финансирање), намалување на производството, потрошувачката и вработеноста како и загубите на граѓаните кои се комитенти на банкротирани банки, туку и поради обидот на државите да ги спасуваат големите финансиски институции и банките кои имаат проблеми и буџетските трошоци кои ги прават за таа цел. Тоа доведува до потреба од зголемување на јавните приходи, зголемување на даноците, пренесување на долгот на идните генерации и го наметнува проблемот со сиромаштијата. На најтешките рецесии во историјата, вклучувајќи ја Големата депресија во 1929 година, им претходеа финансиски кризи (на пример, Мексико во 1995 година, Јужна Кореја во 1997 година, Русија во 1998 година, Јапонија во деведесетите години и глобалната економска криза во 2008 година). Поради овие причини, државите сметаат дека е потребна цврста регулација на финансиските пазари.

*Макроекономската стабилност* се дефинира како состојба на непречено функционирање на сите потсистеми на економскиот систем, при што секој од нив обезбедува највисоко можно ниво на флексибилност за апсорбирање на можни шокови. Во потесна смисла, макроекономската рамнотежа подразбира стабилност на ценовното ниво и девизниот курс. За макроекономската рамнотежа и стабилност од непобитно значење се и агрегатната побарувачка на краток рок и агрегатната понуда на долг рок, зошто тие, низ интеракциски придвижувања во краткорочни временски секвенци ја формираат долгорочната рамнотежа. Додека агрегатната побарувачка може да допринесе за придвижување на фактичкиот БДП кон патеката на потенцијалниот долгорочен БДП, агрегатната понуда во себе ги сублимира реалните фактори на производството како капиталот, човечките ресурси, природните ресурси и технолошките знаења (know-how).



*Развиеноста на финансиските пазари и институции* е од есенцијално значење на растечкиот процес во економијата и општеството. Постојат емпириски потврди за тоа дека нивото на финансискиот развој е добар претскажувач на идните стапки на економскиот раст, акумулацијата на капитал и технолошките промени. Уште повеќе, компаративните анализи на студиите на случај, укажуваат дека временските интервали кога финансискиот систем не бил доволно развиен, се рефлектираат и со сериозно инхибирање на економскиот развој. Теоријата сугерира дека финансиските инструменти, финансиските институции и финансиските пазари се општествено присутни за да ги намалат информационите и трансакционите трошоци во економијата, што од друга страна предизвикува зголемување на стапката на штедење, ги потсилува инвестиционите одлуки, технолошките иновации и овозможува долгорочен раст и развој. Кога на ова ќе се додадат и функциите на диверзифицирање на ризикот, ефикасната алокација на капиталот, мобилизирањето на заштедите, мониторирањето на менаџерите и олеснувањето на размената на добра и услуги во економијата, станува јасно зошто голем број на економисти во светот сметаат дека финансиската развиеност не е резултат од пасивното следење на економскиот раст туку е обратно. Ретроспективната анализа покажува дека земјите со поголеми банки и поактивни пазари на капитал, растат побрзо од индустриите и земјите коишто потешко доаѓаат до надворешно финансирање како резултат на послабо развиените финансиски системи. Исто така не треба да се занемари фактот дека и економската активност, технолошките иновации (телекомуникациите, компјутерите), нефинансиските политики, монетарната и фискалната политика и правниот систем во земјата имаат значајно влијание врз структурата и квалитетот и нивото на развиеност на финансискиот систем. Постојат два вида на модели кои ги истражуваат каналите на влијание на финансискиот систем и нивото на неговиот развој врз економскиот раст. *Првите модели* акцентот го ставаат на акумулацијата на капитал преку менување на стапката на заштеда и/или со реалоцирање на заштедите кон различни капитално-производни технологии. *Вторите модели* дефинираат дека функциите кои ги извршува финансискиот систем ја зголемуваат стапката на технолошки иновации.

Динамиката на економските циклуси е длабоко генерирана од функционирањето на финансиските пазари, но исто така и од некои *основни асиметрии на светската економија*, кои во голема мера се окарактеризирани со позицијата на центар-периферија. Кај финансиските пазари овие асиметрии се рефлектираат во три основни факти:

- Немоžност на повеќето земји за издавање на обврските во нивните домашни валути, феномен познат како „оригинален грев“ (Eichengreen и други, 2003; Hausman и Panizza, 2003) и процикличниот прилив на капитал;
- Огромни разлики во степенот на развиеност на домашниот финансиски систем; ( посебно на пазарот на капитал) споредбено со оние на развиените земји, што доведува и до плитки, несофистицирани и помалку ефикасни финансиски системи и недоволна понуда на долгорочни финансиски инструменти;
- Малиот обем на земјите во развој, малиот капацитет на нивните пазари, наспроти големината на шпекулативни притисоци со коишто истите можат да се соочат.

Тоа значи дека финансиските пазари на транзиционите економии и на земјите во развој се со недоволен капацитет самите да овозможат поддршка на реалниот сектор и на општествениот раст и развој па како резултат на тоа, тие се нужно упатени на меѓународните пазари. Ова упатува на заклучокот дека интеграцијата во меѓународните финансиски пазари е интеграција помеѓу нееднакви партнери. Овие финансиски асиметрии, од друга страна се трансформираат во проциклични притисоци и во макроекономски асиметрии, што посебно се одразува на капацитетот на властите да преземат контра-циклични макроекономски политики. Се подвлекува фактот дека, *од неопходна важност е да се намали макроекономската нестабилност преку интегриран одговор не само на националните политики кај овие земји, туку уште повеќе, да се реализираат и регионални и меѓународни стратегии во таа насока. Во рамки на политиките на внатрешен одговор, се предлагаат флексибилна макроекономска политика со среднорочна фискална рамка заснована на структурни цели, антициклична монетарна политика, флексибилен девизен курс, подобрување на рочноста на внатрешниот и надворешниот долг, продлабочување на*

*финансискиот систем, силна и сеопфатна финансиска регулација и супервизија, јакнење на улогата на регионалните финансиски институции, воспоставување на регионални макроекономски таргети и поголема политичка координација. Освен тоа, се акцентира дека не треба да се занемарат и потребата и значењето од меѓународни финансиски реформи во смисла на сеопфатен превентивен надзор, поголем проток на информации и прудентна регулатива на финансиските пазари, дефинирање на кредитор во крајна инстанца на меѓународно ниво, креирање на мултилатерални механизми за справувања со долговите и солвентноста кај земјите со должнички проблеми, создавање на услови кај земјите во развој за независен избор на режим на девизен курс и регулатива за капиталната сметка, поголема застапеност на земјите во развој и транзиционите економии во телата на меѓународните финансиски институции, креирање на мрежа на регионални резервни фондови, регионални развојни банки и мрежа за надзор при спороведувањето на овие макроекономските политики .*

*Банкарски ориентираните системи им овозможуваат на компаниите долгорочен, релативно стабилен начин на финансирање, додека пак пазарно ориентираните се со поголема осцилаторност и се во состојба брзо да го трансферираат капиталот кон новите компании во растечките гранки. Тие се стремат да ги задоволат различните преференции на вложувачите, во смисла на ризичноста и враќањето на вложувањата односно обезбедувањето ликвидност и транспарентност на вложувањата. Емпириските анализи покажуваат дека при ниски нивоа на економски развој, како кај нискодоходовните транзициони економии, комерцијалните банки се апсолутни финансиски институции. Меѓутоа, со растот на економиите, доаѓа до развој на специјализирани небанкарски финансиски институции и на пазарите на хартии од вредност. Најновите истражувања го застапуваат мислењето дека поделбата на банкарски ориентиран и *пазарно ориентиран системи* не е правилен пристап за разбирање на економскиот раст на земјата и финансискиот систем. Оттука, во 1997 година, Levin предложил функционален пристап кон финансискиот развој на банките и пазарот, при што, тој ги гледа нив како комплементарни институции, што своите задачи ги извршуваат различно, но меѓусебно се дополнуваат со услугите, а со тоа позитивно*

влијаат на растот на економијата. Иако, во помалку развиените земји банкарската доминација е поизразена, сепак и генерално, на светско рамниште, *банките се најголемите и најмоќни финансиски институции*. Насекаде во светот, дури и во оние земји каде што имаме длабоко развиени пазари на хартии од вредност, како што се САД и Канада, финансирањето на фирмите преку финансиските посредници е доминантно и многу поважно, отколку директното финансирање преку пазарите на хартии од вредност. Во прилог на сè погоре наведено служат и податоците за изворите на надворешно финансирање на фирмите во САД и тоа: 40,2% отпаѓа на банкарски заеми, 15,1% на небанкарски заеми, 35,5% зафаќаат обврзниците и само 9,2% акциите.

. *Банките* играат суштествена улога во националната економија во процесот на обезбедување на здрав инвестиционен циклус. Ова се одвива преку улогата на банките при стимулирање на штедењето, нивната временската и рочната деноминација на заштедите, преку диверзифицирањето и групирањето на ризикот, преку намалувањето на информационите и трансакционите трошоци и економиите од обем итн. Постои и друг начин на влијание на банките при креирањето на здрав инвестиционен циклус и тоа преку улогата на *инвестиционите банки*. Постоенето на развиен пазар на хартии од вредност (како алтернативна можност за обезбедување на дополнителни финансии за фирмите) е основен предуслов за функционирање на услугите на инвестиционото банкарство. Можноста фирмите да ја обезбедат својата финансиска конструкција на примарниот пазар на хартии од вредност е поделена на опција за самостојно, директно издавање на хартии од вредност од страна на фирмата на примарниот пазар на хартии од вредност и вториот модел е преку индиректна емисија на хартиите од вредност т.е. со посредство на инвестициона банка. Важноста и влијанието на банките на пазарот на недвижности се огледа во тоа што банките, подржувајќи ја потрошувачката на недвижен имот (на пример простор за домување, деловен простор и сл.), всушност влијаат врз порастот на побарувачката за недвижен имот, врз формирањето на цената на ваквиот имот, даваат силен импулс за зголемени инвестиции во градежната индустрија и во крајна инстанца, иницираат економски раст. Но исто така, *банките влијаат и проциклично* засилувајќи го кредитниот пласман во време на економски бум и обратно, редуцирајќи го позајмувањето и подигајќи ги критериумите за кредитна анализа за време

на економска рецесија. Процикличноста како карактеристика на банкарското кредитирање на бизнис секторот е делумно водена од страна на побарувачката. Економската рецесија влијае врз профитабилноста на банките преку намалената побарувачката за кредит. Кога економијата е во рецесија, вредноста на колатералот на некои фирми или нивната нето-вредност опаѓа, што е доволно истите да бидат нотирани како некредитоспособни. Побарувачката за нето работен капитал опаѓа, се намалуваат вработувањата и инвестициите, а паралелно на тоа се намалува и побарувачката за кредити. Во период на економска рецесија станува потешко да се зголемат капиталот и резервите и да се подигне нов капитал. Некои фирми можат да добијат заеми во нивните банки со покачена каматна стапка, но други се едноставно не можат да позајмуваат. За време на економска експанзија се случува спротивното: се релаксираат кредитните критериуми, паѓаат каматните стапки и повеќе бизнис –проекти стануваат прифатливи за заеми. Ова сценарио ни сугерира дека не само банкарското кредитирање е проциклично, туку и дека достапноста на банкарските кредити за финансирање на економските активности може да ја влоши големината на флукуациите во фазите на бизнис-циклусот (Bernanke и Gertler 1989).

Ако во најширока смисла, финансискиот пазар се дели на пазар на пари, пазар на капитал и пазар на девизи, тогаш токму со развојот на пазарот на капитал се овозможува и раст на бројот и разновидноста на финансиските институции. Воведувањето на финансиските иновации, дерегулацијата и глобализацијата на финансискиот пазар, доведе до значаен развој на небанкарските посредници.

Многу светски познати и признати економисти целеле да извршат евалуација на теоретската рамка која се потпира на *врската помеѓу финансиите и растот*, светските економисти Levine, Loayza и Beck ги истражуваат мерките кои се индикатори на финансиската интермедијација. Истражувањето врз група од 74 земји анализирани во периодот од 1960-1995 година со впросечување на податоците за секои петгодишни интервали, покажало дека земјите, кај коишто мерката приватен кредит е помала од 10% од БДП (Заир, Сиера Леоне, Гана, Хаити и Сирија) остваруваат и помали стапки т.е. негативни стапки од -0,5% на раст на БДП, во однос на земјите кај кои оваа мерка е над 85% од БДП (Швајцарија, Јапонија, САД, Шветска, Холандија) и растот на БДП е поголем

од 5% на годишно ниво во рамки на целиот опсервиран 35-годишен период. Ова го извлекува заклучокот дека, повисокото ниво на финансискиот развој овозможува и поголема финансиска интермедијација и поголем економски раст.

Целокупниот финансиски развој и комплементарноста на банкарските и небанкарските финансиски институции, помагаат да се објасни успешниот раст кај многу од земјите. Развојот и правилното и ефикасно функционирање на финансиските институции зависи од: правната рамка во земјата и регулаторните механизми, заштитата на сопственичките права, доследното и брзо спроведување на договорите, заштитата на инвеститорските права, сеопфатните и меѓународно споредливи сметководствени стандарди, транспарентноста на економските агенти, макроекономската агенда, политичката стабилност, културолошките специфики на земјата итн.

Развојот на *финансискиот сектор во транзициските економии* е особено важен, пред сè поради неговото влијание врз брзото и успешно спроведување на транзициониот процес. Во услови на непазарна економија, банкарскиот сектор иако доминантен беше во целосна рунирана состојба, со доминација на државната сопственост, со висок процент на деликвентни кредити во однос на вкупната банкарска актива (што се одразуваше на цената на финансиите во форма на каматни стапки со високи маргини), со висока банкарска концентрација и концентрација по одделни сектори и гранки, со состојби во кои кредитокорисниците се истовремено и во редовите на надзорните и управните тела на банкарските институции итн. Ова во многу земји наметна потреба од санациони програми, наменети за банкарскиот сектор, при што паралелно со сопственичката трансформација на банките, се вршеа отпишувања на лошите заеми, се отвараше влез за странски капитал, се вршеше реорганизација и модернизација на банкарското работење (според пазарните принципи со воведување на нови стратегии на банкарски менаџмент, матрици за кредитна анализа, континуиран мониторинг на кредитокорисниците) итн. Освен реструктурирањето на веќе постојните финансиски посредници (банките), во согласност со потребите на пазарната економија, развојот вклучува и обезбедување на услови за градење на дотогаш непостојните делови од финансискиот сектор, односно пазарот на капитал и останатите небанкарски финансиски посредници.

Брзината со која капиталот се движи од една земја во друга, трансформацијата на една валута во друга, пропулзивните техники и технологии и глобалните комуникациски системи во суштина ја намалуваат можноста за навремена реакција на економската политика при создавањето на финансиските кризи. Анализите покажуваат дека на наглите приливи и повлекувања на шпекулативниот капитал се најмногу изложени земјите во развој и транзиција, што е овозможено со недоволно регулираниот финансиски систем во овие земји. Постои посебна поврзаност и помеѓу слободата на движење на капиталот и банкарските кризи. Многу економисти, меѓу кои и Kaminsky, Reinbart, Demirigus-Kunt и Detragiache ја испитувале поврзаноста помеѓу кризите и финансиската либерализација и сите доаѓаат до истите заклучоци дека *постои тесна поврзаност помеѓу финансиската дерегулација и либерализација и (не)стабилноста на банкарскиот сектор*. Во фазите на преоди и промени (какви што се промените кои ги носи либерализацијата како процес), веројатноста да се случи финансиска криза е поголема, сепак тоа не значи дека треба да се запре либерализациониот бран, туку значи дека треба да се подигне нивото на информирање на економската јавност и транспарентноста, за да можат банките за пократко време да ги соберат потешките информации. Бројот на земји кои имаат потешкотии во банкарскиот сектор се зголемува на почетокот на 70-тите години од минатиот век. Распаѓањето на Бретенвудскиот систем на фиксни девизни курсеви и зголемувањето на цената на нафтата само ги засилуваат проблемите во националните економии. Високите и варијабилни каматни стапки во САД допринесуваат за должнички и банкарски кризи во многу земји во развој во Латинска Америка и во Африка. Во САД штедните и должничките кризи се јавуваат во 1984 година. По *Втората* светска војна, во доцните 80-ти и 90-ти години, Скандинавските земји, како резултат на приливот на капитал и растечките цени на пазарот на недвижности, доживуваат едни од најтешките банкарски кризи. Јапонската криза која се случи во 1992 година како резултат на растечките цени на средствата, траеше една деценија, а паралелно на тоа, со распаѓањето на Советскиот Сојуз и некои од поранешните комунистички земји се соочија со силни потреси во банкарскиот сектор. Во 1994-1995 година се случуваат кризите во Мексико и Аргентина, а по нив следуваат Азиската криза во 1997 година, проблемите во Русија, Колумбија итн. Летото во 2007

година започнува кризата во САД која за краток период прераснува во глобална финансиска криза. Зачестеноста на банкарските кризи опаѓа кај развиените економии по Втората светска војна. Исто така, забележано е дека развиените земји или земјите со поразвиени финансиски системи се повеќе подложни на финансиски кризи во однос на помалку доходовните економии. Сериозноста на банкарските кризи се огледа во фактот што во услови на финансиска либерализација и глобализација, доаѓа до брзо заразување или пренесување на кризите надвор од местото на генезата на истите, при што доаѓа до слабеење на националните валути, пад на БДП во просек за -3, 2%, намалување на вработеноста, буџетски и надворешни дефицити и долгови, повлекување на депозитите, пад во побарувачката за пари, зголемување на соодносот готовина/депозити, опаѓање на количината и бројот на пласираните банкарски кредити, раст на каматните стапки итн.

Тековната криза го подвлече фактот дека *некои земји имаат финансиски системи, кои се „премногу големи“* во споредба со големината на домашната економија. Како илустрација се истакнува американскиот финансиски систем кој во текот на последните три децении растеше шест пати побрзо од номиналниот БДП и според некои економисти „наместо да бидат слуга, финансиите станаа господар на економијата“ (Wolf 2009). Minski (1974) и Kindleberger (1978) ја потенцира врската помеѓу финансите и макроекономската нестабилност и напишаа опширно за финансиската нестабилност. Rajan (2005) дискутира за опасноста од финансискиот развој и укажува на тоа дека присуството на големи и сложени финансиски системи ја зголемува веројатноста за „катастрофална криза“. Во уште поновото истражување, Gennaioli et al. (2010) покажува дека, некои финансиски иновации можат да ја зголемат финансиската нестабилност. Резултатите од истражувањето на Arcand, Berkes и Panizza во 2011 година, покажуваат дека маргиналниот ефект на финансискиот развој врз растот на производството станува негативен, кога кредитите кон приватниот сектор надминуваат 110% од БДП. Овој резултат е добиен низ различни видови на пресметки (едноставни регрсии и полу-параметарски проценки) како и податоци на национално ниво и на ниво на индустријата. Прагот кој е добиен како граница над која финансискиот развој започнува да има негативно влијание врз растот е сличен на прагот на кој Easterly et al. 2000 утврдил дека



финансискиот развој започнува да генерира нестабилност. Исто така, бројни тестови и истражувања покажуваат дека големината на финансискиот систем одигра важна улога во засилување на ефектите од глобалната рецесија, која уследи по пропаѓањето на Lehman Brothers во септември 2008 година.

Како почеток на кризата во САД се смета лудилото на купување на недвижности и огромните заработки од тоа и тоа за многу кратко време. Хипотекарните кредити беа одобрувани на недоволно кредитоспособни клиенти, со мали и несигурни примања и тоа од страна на т.н. небанкарски банки, кои потоа хипотеките ги предаваа на регуларните банки од кои тие самите се финансираа со ликвидни финансии. Со ова доаѓа до префрлање на товарот на ризик од неисплаќање на долгот врз регуларните банки кои во крајна инстанца се вистинските финансиери. Дури и банките кои неможеа да одобруваат кредити почнуваат да купуваат разни хипотеки на недвижности, охрабрани од растечките цени на пазарот на недвижности. Доаѓа до нереални проценки на вистинските вредности на недвижностите од страна на агенциите за проценка, (ангажирани од страна на банките), за потоа, врз основа на овие проценки, банките да емитираат обврзници. Освен тоа, пласираните второстепени кредити се доделувале со многу ниски каматни стапки, при што, имајќи го предвид континуираниот раст на цените на недвижностите, проблемот на отплата бил наводно намален во случај на активирање на хипотеката (истата требало да ги покрие и каматата и пеналите и главниот долг).

Кризата започнува во една од поголемите американски инвестициони банки “Bear Stearns”. Кога банката морала да ги врати главниците и каматите од доспеаните кредити, (затоа што клиентите не ги вратиле), во банкарското портфолио се соочиле со фиктивно покритие од хипотеки на недвижности, кои всушност не можеле да се продадат на пазарот според претходно проценетите вредности. Цените на пазарот на недвижности почнуваат да паѓаат. Банката се соочува со сериозен ликвидносен проблем кој по пат на домино ефектот се преобразува во финансиска криза на американското тло.

Зголемените државни долгови, намалената подготвеност за прифаќање на ризикот кај економските субјекти, намалената подготвеност на банките за меѓусебно позајмување и растот на ненаплатливите кредити претставуваат закани кои би можеле

да го ослабнат процесот на заздравување кај земјите од EU10 регионот. Иако, земјите од *Источна Европа и Централна Азија*, поттикнати од високите странски инвестиции, во последниве години уживаа во брзиот раст, сепак, земјите од Источна Европа и Комонвелтот на независни држави (ЗНД, со исклучок на Русија) беа генерално лошо погодени од глобалната економската криза 2008 година. Силно влијание врз опаѓањето на растот имале слабата побарувачка за стоки и извозот, како и сушењето на меѓународната ликвидност. Азија немаше криза со хипотеки, а многу азиски земји се одликуваа со брз раст и создавање на богатство во последниве години. Покрај тоа, имаше зголемен прилив на странски инвестиции во Азија, главно од Запад. Сепак, оваа криза покажа дека во меѓусебно поврзаните економии секогаш има пренесување на ефектите и како резултат на тоа, Азија е изложена на проблемите кои произлегуваат од Запад. Во многу азиски земји страдаат нивните пазари на акции и валутните вредности, доаѓа до пад на побарувачката за азиските производи и услуги, загуба на работни места и социјални немири.

Економското закрепнување во *евро-зоната* може да се соочи со нови тензии во смисла на тоа дали еврото е пожелно како единствена валута во овој регион, ако се има предвид дека станува збор за хетерогена група на земји. Имено, иако еврото ја поедноставува трговијата помеѓу земјите, тоа создава значителни проблеми за монетарната политика, затоа што единствена валута значи и единствена монетарна политика и единствена каматна стапка, дури и ако економските услови, (особено циклични), значително се разликуваат помеѓу земјите членки на Европската економска и монетарна унија (ЕМУ). Но сепак останува фактот дека членувањето во монетарната унија со себе носи и многу права и политички влијанија на земјите членки во истата.

Голем дел од економиите во *Латинска Америка* зависат од трговијата со САД (кои апсорбираат половина од извозот на Латинска Америка). Како таква, Латинска Америка исто така, ќе го чувствува ефектот на глобалната финансиска криза и побавниот раст во Латинска Америка. Сепак генерален заклучок е дека земјите на Латинска Америка исклучително добро се справија со кризата.

Оние земји кои имаат направено најмногу богатство преку учеството во глобалната економија исто така може да изгубат најмногу, што ќе зависи од квалитетот и

брзината на политичките одговори, што не значи дека треба да го отфрлиме процесот на глобализација, туку, дека треба уште подобро да го разбереме во смисла на негово регулирање и управување, а во корист на земјите во развој. Некои економисти укажуваат на тоа дека, проблемите кои се појавуваат со *државните долгови* (а како резултат на скапите банкарски санации од буџетски средства), може да предизвикаат глобални задолжувања кои ќе бидат поскапи за земјите во развој, затоа што ќе предизвикаат пад на инвестициите и растот и во крајна линија- поголема сиромаштија. Обновените турбуленции од суверена-должничка криза имаат потенцијал да нанесат голема штета на процесот на закрепнување од кризата и зголемен ризик од околу 4 000 000 000 000 американски долари долгови кои треба да се рефинансираат во текот на следните години. Може да се заклучи дека темпото на економско заздравување варира помеѓу различни земји. Новите економии имаат побрза и посилна динамика на опоравување што се должи на зголемувањето на нивото на светската трговија и намалувањето на ризик-аверзијата на финансиски пазари.

Тековните случувања со економиите во светот ја наметнаа потребата од *поголема покриеност на финансискиот сектор со соодветна регулатива*, подобро разбирање на системските ризици, поголема комплементарност на макроекономската политика со макропрudentната политика (која ќе се обиде да го превенира создавањето на меурите на цените на средствата, ќе ги детектира и регулира големите и системски важни финансиски институции, ќе дефинира нови капитални барања како и проциклични компоненти на БАЗЕЛ 3). Во таа насока е и тековното формирање на Европската банкарска унија и фондот за помош на банките, кои ќе имаат за цел да ја централизираат легислативата, супервизијата и санацијата на банките ниво на ЕЦБ, но и да го префрлат плаќањето на товарот поради банкарските неуспеси од државните каси т.е. од (во крајна линија) недолжните даночни обврзници, на банките кои се одговорни за банкарскиот неуспех. Но и покрај ова, сè уште остануваат отворени прашањата за следење на очекуваниот тренд на банкарски пропаѓања, окрупнувања и спојувања, за тоа кој ќе ја врши улогата на институционален кредитор во крајна инстанца на ниво на ЕУ, како и потребата за хармонизација (не само на износите) туку и на шемите за осигурување на депозитите. Освен тоа, се наметнува и прашањето во врска со

банкарските стечайи и пропаѓања. Имено постојат поделени мислења околу „недозволувањето“ банките да одат во стечај. Со формирањето на Фодот на европската банкарска унија и со постоењето на шеми за осигурување на депозити на ниво на националните економии, всушност државите се ставаат во позиција на краен доверител на банките. Според дел од економската јавност, шемите за помош на банките и изземењето на банките од постапките за стечај е кршење на начелото за еднаквост пред законот и стимулирање на морален хазард кај банкарскиот менаџмент, но и кај депонентите при изборот на банка со здрави принципи на банкарско работење, како и наметнување на невидлив данок кај граѓаните кои немаат никаква врска со банкарскиот неуспех. Но сепак, кога ќе се земе предвид важноста и влијанието на финансиските институции врз целокупниот економски и општествен систем (илустрација за тоа е глобалната економска криза) и посебно кога се зборува за системски важните финансиски институции (како институции кои се премногу големи за да пропаднат), станува јасна неопходноста на тековните заложби на меѓународните регулаторни власти за редефинирање на макроекономската и макропрudentната политика на светско рамниште, без притоа да се занемарува (како досега) влијанието на финансиските институции врз макроекономската и финансиската стабилност.

*За да се обезбеди поголема ефикасност во функција на успешно справување со финансиските и економските кризи и одржување на макрофинансиска стабилност, од исклучителна важност е постигнување на координиран меѓународен одговор на макропрudentната и макроекономската политика, како и (поради подемот на меѓународното и задгранично банкарство) задолжителна соработка и континуирана размена на информации помеѓу националните супервизори. За надминување на меѓународните негативни прелевања на банкарските неуспеси е потребна меѓународна регулаторна рамка која ќе ја третира оваа материја и која ќе ја разграничи улогата на регулативата на земјата-домаќин и регулативата на земјата на потекло на капиталот, како и шемите на банкарските резолуции. Новите идеи во однос на лоцирањето на регулаторната одговорност кај меѓународното банкарство, се однесуваат на реалоцирање на таа одговорност од земјата-домаќин, кон земјата на потекло, како и напуштање на практиката на отварање на филијали (branches) и на*

нејзино место воведување на задолжителна супсидијаризација (отварање банки-подружници во земјата домаќин, чии активности ќе бидат регулирани од земјата домаќин), (Filipovski, 2010).

*Макропрudentната политика* е дефинирана од нејзината цел- ограничување на системскиот финансиски ризик, преку:

- анализа на финансискиот систем како целина и неговите интеракции со реалната економија и
- управување со збир на инструменти (прudentни алатки и инструменти кои се посебно доделени на макропрudentните власти) и нивното владеење.

Притоа, би можело да се издвојат две можни цели за макропрudentната рамка и тоа: 1) тесна цел: да се зголеми отпорноста на финансискиот систем и 2) поширока цел: да се ограничи амплитудата на финансиските циклуси. За да се постигне тесната цел, потребно е во време на бум да се изградат амортизери кои би се ставале во функција за време на рецесии. За постигнување на пошироката цел потребно е креираните амортизери автоматски да дејствуваат во насока на ограничување на количината на кредит и ценовниот бум во време на експанзија како и нивно зголемување во време на рецесија. Повеќето од макропрudentните алатки се однесуваат на регулирање на капиталот на банките, но важно е да се потенцира фактот дека голем дел од краткорочниот долг во обврските на банките е идентификуван како главен извор на ранливост на банките (Brunnermeier, 2009). Во оваа насока, согледувањата се дека капиталните амортизери можеби ќе треба да се зголемат значително пред да можат да се воздржат од кредитна експанзија, затоа што капиталот е обилен и евтин во добри времиња т.е. во периодот на економска експанзија и обратно. За време на бум, финансискиот систем може да ја пропушти шансата да изгради доволно капитални и ликвидносни амортизери, иако тоа тогаш лесно и евтино може да се направи. За таа цел, макропрudentната политика може да игра значајна поддржувачка улога. Макропрudentната стратегија ќе мора да се потпира на зајакнување на постоечките политики и инструменти со цел истите да можат ефективно и одржливо да го ограничуваат кредитниот раст и ценовниот бум на средствата, за што е потребно и макроекономската политика проактивно да ја одигра својата улога.

Во делот на реобмислувањето на макропрudentната политика, двата клучни предизвика на регулаторите беа: како да се справат со проблемот „премногу големи финансиски институции за да пропаднат“ (Too-Big-To-Fail) и како да се надмине процикличноста на предкризната регулатива. Макропрudentната регулација зазема широк поглед и е засегната не само со системски важните банки туку и со небанкарските финансиски институции.

Brunnermeier (2010) изнаоѓа дека е потребно екстерналисско објаснување, за да се оправда постоењето на регулаторна интервенција која ќе го превенира преголемото изложување на финансиските институции на системски ризик. Екстерналиите можат да се детерминираат во две инстанци на ризични прелевања: 1) *екстерналии од брза продажба*, каде што индивидуалните институции не го земаат предвид влијанието на сопствените брзи продажби врз цените на активата во можна идна ликвидносна криза; 2) *екстерналии од меѓусебната поврзаност на институциите*, каде индивидуалните институции не се грижат за тоа, колку други институции би срушило нивното банкротство. Се наметнува прашањето: зошто немало приватна иницијатива за подобра контрола, со цел да не се паѓа во мрежата од банкротирања? Одговорот е поврзан со фактот дека пропаѓањето на повеќе меѓусебно поврзани финансиски институции носи повеќе општествени трошоци, па со тоа е и поголема веројатноста владата да ги спаси ваквите институции. Постои и *трет тип на екстерналии* кој произлегува од самиот финансиски систем и динамичната интеракција помеѓу финансискиот систем и реалниот сектор, наречен *процикличност*: за време на рецесија цените на средствата паѓаат, финансиските институции ги зголемуваат нивните маргинални барања, а со тоа ја редуцираат кредитната понуда и го прошируваат рецесиониот јаз (Filipovski, 2010).

Базел 3 претставува основно зајакнување, а во некои случаи и радикална промена во глобалните капитални стандарди, во рамки на кои при редефинирањето се инфилтрирани и *микроелементи (прudentноста со цел да ги ограничи ризичните пласмани на финансиските институции)* и *макроаспекти кои го третираат системскиот ризик*. Ова заедно со воведувањето на глобалните ликвидносни стандарди, ќе ја детерминира суштината на глобалната финансиско – реформска агенда. Со спроведувањето на Базел 3 значително ќе се зголеми квалитетот, но и

потребното ниво на банкарски капитал и ќе се обезбедат контрациклични капитални амортизери. Со новите ликвидносни барања ќе се подобри управувањето со ликвидноста на банките, но исто така, ваквите промени би требало да обезбедат и позитивно влијание врз пазарите на капитал и врз преносните механизми на монетарната политика.

Нискиот степен на меѓусекторската поврзаност и ограничената вкрстена сопственост помеѓу одделни финансиски сегменти се едни од главните карактеристики на *финансискиот сектор на Република Македонија*. Едноставната пазарна структура и отсуството на сложени финансиски конгломерати, ја минимизираа можноста за нарушување на стабилноста на одделните сегменти како последица од прелевање на ризиците со кои тие се соочуваат. Финансискиот сектор ја задржа релативно *едноставната структура, со најголема улога на банкарскиот систем* и релативно мала улога на недепозитните финансиски институции. Домашниот финансиски сектор сè уште заостанува во однос на финансиските сектори на одделни земји: учеството на вкупните средства на финансискиот систем во БДП за 2009 година во Босна и Херцеговина изнесува 104,5%, 110,8% во Хрватска, 150,9% во Чешка и 194,5% во Словенија. Доминантното учество на странскиот капитал во сопственичката структура на одделни финансиски сегменти е карактеристично за земјата. Сопственичкиот удел на државата во секторот останува мал со околу 7% од активата и тоа нејзинот мнозински удел е во единствената банка за развој во државата, како и во малцинските акции во дел од приватните банки. На пазарот во 2012 година функционираат 16 банки и 7 штедилници, учеството на банките во вкупната актива на секторот изнесува 88,5%, а на небанкарските финансиски институции 10,8%. Вредноста на финансиската актива се врати на нивоата од пред кризата, со зафатнина од 66 % од БДП на крајот од 2009 година до 68,3% од БДП во средината на 2009 година, на ниво од 80,29% од номиналниот БДП во 2010 година и во износ од 86,2% од БДП во 2012 година. *Финансиското посредување* е релативно ниско и покрај регистрираниот пораст на заемите од 42,7% на крајот на 2009 година на 43, 7% во средината на 2010 година како и порастот на депозитната маса од 46,2% на крајот на 2009 година до 48,6% во средината на 2010 година. Во 2012 година дојде до одредено зголемување на степенот

на финансиско посредување при што кредитите забележаа побрз годишен раст, во споредба со депозитите на нефинансиските субјекти. Евидентиран е тренд на раст на соодносите на вкупната актива, вкупните кредити и вкупните депозити врз БДП во интервалот 2006-2012 година. Притоа, остварениот раст на соодносот вкупна актива/БДП е од 71,1% во 2011 година во 76,3% во 2012 година; односот вкупни кредити/БДП од 43,8% во 2011 година на 46,7% во 2012 година и односот вкупни депозити/БДП од 50,7% во 2011 година на 53% во 2012 година. Скромниот кредитен раст е последица од раздолжувањето на странските матични банки, високото учество на нефункционални кредити во вкупнопласираните кредити и пред сè од повисокиот степен на претпазливост на банките при преземање на ризици. *Ниското ниво на финансиската интермедијација, конзервативноста на банките, како и внимателната кредитна политика во значителен дел го контролираа влијанието на финансиската криза во националната економија. Освен тоа, влијанието на кризата во Македонија остана релативно ограничено заради скромната изложеност на финансискиот сектор на токсичните средства, заради домашната финансиската неразвиеност и неинтегрираност со меѓународните финансиски пазари како и заради релативно стабилниот прилив на приватните дознаки и цврстата домашна потрошувачка.*

Иако доминантен дома, македонскиот банкарски сектор е всушност мал по обем и релативно неразвиен. Истражувањата говорат дека над 80% од туѓите извори на средства банките ги покриваат со депозити од заштеди на нефинансиски субјекти, додека пак учестовото на вкупните домашни депозити од секторот население во вкупните банкарски средства во 2012 година изнесуваат високи 52%. Економската теорија и анализа сугерираат дека економските агенти со суфицитарни финансиски средства (сектор кој штеди и ја креира депозитната маса) вообичаено се јавуваат од секторот население, додека во рамки на секторот претпријатија, вообичаено доминираат финансиски дефицитарните економски агенти. Вкупниот износ на вложувањата на финансиските недепозитни институции во банките, зафаќаат само 0,6% од вкупниот капитал на банките, додека пак, во секторската структура на депозитите, депозитите на населението ја зацврстуваат својата доминантна позиција како главен извор на финансирање на активностите на домашните банки, при што во 2010 година формираат



дури 86,7% од вкупниот годишен раст на депозитите. За целите на докажување на влијанието на финансиските институции врз макроекономијата во 2012 година беше реализирано анкетно истражување врз статистички примерок од 125 испитаника, со поставување на нултата хипотеза дека нивото на штедење кај населението во Р.Македонија (како доминантен извор за активностите на домашните финансиски институции) е на нездоволително и ниско ниво, а оттаму и влијанието на финансиските институции имплицира ниско ниво на економски раст и развој. Прашањата беа обработувани во Статистичкиот програм SPSS и на местото на 7 прашања се дефинираа и седум варијабли. *Преку истражувањето, се потврди дека во Р.Македонија малку се штеди, испитаниците не се доволно запознати со финансиските услови и можности на пазарот и на финансиските институции (што остава простор за креирање и имплементирање на едукативни и промотивни кампањи во функција на подигање на свеста и едукација на економските агенти за условите, можностите и компаративните предности за вложување кои ги нудат финансиските институции и инструменти, посебно небанкарските, а со цел максимално апсорбирање на заштедите и нивно каналзирање во реалниот сектор, како и развивање и продлабочување на финансискиот систем), сигурноста на средствата е најважна, при што во изборот на штедачите изразена е доминантноста на банките (кои сè уште се конзервативни и традиционални во работењето) во однос на занемарливото учество на останатите финансиски институции и во најголем дел од изворите на средства истите ги покриваат од депозити на резиденти-домашни штедачи од секторот население, што во услови на недоволно штедење повлекува и недоволно развиени финансиски институции, мал кредитен потенцијал и ниско ниво на испорачана финансиска интермедијација за сервисирање на реалниот сектор т.е. на економскиот раст и развој во Р. Македонија.*

Македонија ги има сите основни институции за финансиска регулација што постојат во развиениот свет. Со оглед на доминантноста на банкарскиот сектор во рамки на финансискиот систем, далеку најважна регулаторна институција претставува Народната банка на Република Македонија.

Како фактори кои се ограничувачки за развојот на финансиските пазари и институции најчесто се нотираат, транзициониот процес, болната и долга инсајдерска приватизација, неинтегрираноста на македонскиот финансиски пазар со меѓународниот, задоцнето појавување на небанкарските финансиски институции, отсуството на соодветна регулаторна инфраструктура, неприсуство на широк спектар на хартии од вредност, итн. Ефективното функционирање на пазарот на хартии од вредност ги засега и е инфилтрирано во сите останати сегменти на финансискиот систем. Во рамки на ограничувачките фактори за развој на пазарот на хартии од вредност се дефинираат: типот на приватизацијата која не бараше постоење на функционална берза за обезбедување на сопственичката трансформација, слабиот квалитет на податоците за фирмите и неусогласеноста на домашните фирми со сметководствените меѓународни стандарди, законските ограничувања на слободното тргување со акциите, високите каматни стапки на банкарските депозити кои создаваа висок опортунитетен трошок за инвестирањето во хартии од вредност, задоцнета појава на државните обврзници, задоцнувањето на појавата на Централен депозитар на хартии од вредност, дефицитарноста на технички и високостручни човечки ресурси во редовите на Комисијата за хартии од вредност, отсуството на институционални инвеститори особено на страна на побарувачката, честите политички турбуленции, отсуството на регионална поврзаност на македонската берза со берзите од регионот, задоцнетото стратешко реструктурирање на банките и нивната конзервативност, малиот обем на македонската економија, релативно ниското ниво на доход *per capita* (Филиповски, 2003), ниското ниво на заштеди, неинформираноста на економските агенти за можностите и инструментите кои ги нудат рзличните финансиски институции (посебно небанкарските), недовербата во финансиските институции итн.

Во рамки на *перспективите за среднорочниот развој на домашниот финансиски пазар* ќе го вклучиме: регионално, меѓународно интегрирање на македонскиот пазар на хартии од вредност, понатамошно хармонизирање на законодавството кое ја регулира оваа материја со европската легислатива, искористување на пензиските реформи за развој на секторот институционални инвеститори, обезбедување на нови извори на средства за осигурителниот сектор од средствата на пензионерите во приватните

пензиски фондови, создавање на повеќе депозитари за хартии од вредност, спроведување активности за подобрување на функционирањето на берзата во оперативна, управувачка и структурна смисла и истражување на потребата за постоење на повеќе берзи, користење на емисии на државни хартии од вредност за монетарни цели, зголемено користење на државни хартии од вредност со различни датуми на доспевање за покривање на буџетскиот дефицит, стимулирање на банките за поголема застапеност на вонбилансните активности и нивно впуштање во водите на инвестиционото банкарство, едуцирање на економските агенти за сите можности на финансискиот левериџ и компаративните предности на услугите кои ги нудат небанкарските финансиски институции итн.

*Финансиската стабилност* во Република Македонија остана на задоволително ниво. И покрај фактот дека во 2009 година се забележаа првите знаци за излез од силната глобална рецесија, ризиците за финансиската стабилност во Република Македонија се зголемија. Македонската економија останува видно осетлива на внатрешните и надворешните фактори. Таа ја дочека кризата во релативно добра состојба, но под влијание на меѓународните кризи случувања не можеше да ги избегне силните негативни ефекти од *падот на извозната побарувачка, намалувањето на капиталните приливи и влошените очекувања на економските субјекти*, а следствено на тоа и *падот на активноста во реалната економија, зајакнатите склоности за кумулирање девизни средства*, намалениот обем на капитални приливи од странство и *притисоците за депрецијација на домашната валута*.

Во претстојниот период, *потенцијалните ризици* за финансиската стабилност се поврзани со *заздравувањето на економиите и финансиските пазари, пред сè на нашите најголеми трговски партнери, со должничката криза во јавните финансии на некои од поразвиените економии, но и на Европската Унија во целост*, нивното заздравување со побавна динамика од очекуваната и падот во *домашната економска активност, должничките проблеми на нашиот јужен сосед* итн. Во рамки на идните ризици ќе ги вброиме и можното прелевање на *намалениот обрт и намалената ликвидност на домашниот реален сектор* врз пазарот на труд што може да предизвика дополнителен раст на *невработеноста*, намалена *кредитоспособност* на населението

и раст на кредитниот ризик во банкарскиот систем, неизвесноста од висината на капиталните приливи (а со тоа и на девизната понуда), приливот на СДИ, динамиката на приватните трансфери, ризиците од инфлацијата (како резултат на порастот на светската побарувачка, растот на цените на храната и регулираните цени).

Потребно е во домашната економија да се поттикне растот на инвестиции, ефикасна алокација на ресурсите, раст на продуктивноста преку структурни реформи и долгорочни стратегии. Од надворешните фактори, за раст на економијата значаен е порастот на глобалната економија што ќе обезбеди подобри извозни можности и поголеми капитални приливи.

Земајќи ги во предвид нотираниите ризици и потенцијалните пунктови на пренос на негативните ефекти меѓу одделните сегменти во економскиот систем, вклучително и финансискиот систем како негов потсистем, како основен услов за зачувување на финансиската стабилност останува одржувањето на макроекономската стабилност и обратно.

**КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА**

1. ACHARYA, V., PHILIPPON, T., RICHARDSON, M., ROUBINI, N. (2009)- *Financial Markets, Institutions & Instruments*, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc. ,2009
2. ARCAND, J.L., BERKES E. and PANIZZA, U. (2011)- „Too Much Finance?“, *voxeu.org, article: Has-Finance-Gone-too-Far*, 2011
3. ARD, L., BERG, A. (2010)-*Crisis Response*, THE WORLD BANK GROUP, March 2010
4. BARROS.P., E. BERGLUF, P. FULGHIERI, J. GUAL, C. MAYER, X. VIVES (2005)- *Integration of European Banking: The Way Forward*, London: Center for Economic Policy Research and Fundacion BBVA, 2005
5. BASEL Committee (2010)-*Future in The Transformation of the European Financial System, BASEL II, BASEL III, adjustments to the Basel II market risk framework announced by the Basel Committee*, BIS, June 2010
6. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1998-2): *International Banking and Financial Market Developments*, BIS, February 1998
7. BAJARI, P., CHENGHUAN, S. C., MINJUNG, P. (2008)-*An Empirical Model of Suprime Mortgage Default from 2000 to 2007*, NBER, December 2008
8. BARRELL, R. (2008)-„The Evolution of the Financial Crisis of 2007—8“, *National Institute Economic Review, October 2008*
9. BENINK, H. A., G. J. BENSTON, (2000), *The Future of Banking Regulation in Ddeveloped Countries: Lessons from and for Europe*, 2000
10. BECK T. and CAMPBELL, R. (2000)-„Finance and the Sources of Growth“, *Journal of Financial Economics, 2000*
11. BECK T. (2003) – „Financial Development and Economic Growth: Stock Markets versus Banks“, *Private sector and development, proparcos magazine, 2003*
12. BENHHABIB, J. & SPIEGEL, M. (2002) "Human Capital and Technology Diffusion," Working Paper Series 2003-02, *Federal Reserve Bank of San Francisco*, 2002
13. BIS (2013)- *Basel Committee on Banking Supervision Reforms – BASEL 3*, BIS
14. BISEV, G. (2003)- „Challenges for Economic Recovery“, *Macedonian Affairs*, 2003
15. BLANCHARD O., DELLI'ARICCIA G., and MAURO P. (2010)- „Rethinking Macroeconomic Policy“, *IMF, SPN/10/3*, 2010
16. BOLTON P., FREIXAS, X. (2000): "Equity, Bonds and Bank Debt : Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information“, *Journal of Political Economy, 108 (2) pp 324-351, 2000*
17. BORIO, L. (2003)-*Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, BIS, Monetary and Economic Department. February, 2003
18. BRUNNENMEIER M., CROCKET A., GOODHART C., HELLWIG M., PERSAUD, A.D., SHIN H. (2009)-„The Fundamental Principles of Financial Regulation“, *Interntaional Center for Monetary and Banking Studies*, 2009
19. BURDA, M. and WYPLOSZ, C. (2001)- *Makroekonomija*, Ina Komerc, 2001

20. BUSINESS DEVELOPMENT DIVISION (2002)- *The Capital Markets a Leverage for Economic Growth and Development*, BDD, 2002
21. CARUANA J., General Manager of the BIS (2011)- *SAARCFINANCE Governors' Symposium 2011*, BIS Kerala, 11 June 2011
22. CALZOLARI, G., LORANTH, G. (2008)- „Regulation of Multinational Banks a Theoretical Inquiry,, *working paper*, 2005
23. CALVO, A. G. (2005)- "Crises in Emerging Market Economies: A Global Perspective," NBER Working Papers 11305, National Bureau of Economic Research, Inc., 2005
24. CALVO, A. G. and C. M. REINHART (1999)- „Capital Flow Reversals the Exchange Rate Debate and Dollarization,, *Finance and Development, The Quarterly Magazine of the IMF, Vol. 36, Number 3*, 1999
25. CLIPA, V. (2009)- *Global crisis: Transmission Channels to the Developing and Transition Countries*, Institute of Economy, Finance and Statistics R. Moldova, 2009
26. COPELAND, T. E., and J. F. WESTON, (1988), *Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition*, Addison-Wesley Publishing Company, New York
27. CHENG X. and DEGRYSE H. (2006)- *The Impact of Bank and Non-bank Financial Institutions on local Economic Growth in China*, Katholieke Universiteit Leuven, draft paper, 2006
28. DAWSON, J. W. (2008)- "Institutions, Investment, and Growth: New Cross-Country and Panel Data Evidence," *Economic Inquiry, Western Economic Association International*, 2008
29. DADUSH, EUROPIAN VOICES (2010)- „Crises of Euro,, *Working paper, IBRD*, April 2010
30. DERMINE J. (2000): "Bank Mergers in Europe, the Public Policy Issues", *Journal of Common Market Studies*, 2000
31. DELL'ARICCIA, I., LAEVEV, L., TONG, H, BAKKER, B., and VANDENBUSSCHE, J. (2012)- „Policies for Macrofinancial stability: How to Deal with Credit Booms, *IMF staff discussion note, SDN/12/06*, 2012
32. DIAMOND, D.W., DYBVIG, PH (1983)- „Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, reprinted (2000) Fed Res Bank Mn, 2000
33. DIAMOND, D.W. (2007). "Banks and Liquidity Creation: A Simple Exposition of the Diamond-Dybvig model" , *Fed Res Bank Richmond Econ*, 2007
34. DIAMOND, DOUGLAS, RAGHURAM, R. (2009)- *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, NBER, 2009
35. DWIGHT, J. and QUIGLEY, J. (2008)- „Mortgage Guarantee Programs and the Subprime Crisis,, *California Management Review*, Vol. 5, Number 1, 2008
36. ECB (2012)- „Analysing Government Debt Sustainability in the Euro Area,, in *ECB Monthly Bulletin April 2012, ECB*, 2012
37. EIDELMAN, V. (2010)- „Crises of Euro,, *working paper IBRD*, 2010
38. EICHENGREEN, B., ASHOKA M., NEDELKOVIC M., SARNO, L. (2009)- „How the Subprime Crisis Went Global,, *Evidence from bank kredit default swap spreads working paper 14904*, NBER, April 2009
39. ELLYATT H. (2013)- „Why Euro Zone Slowdoen Should Worry The World,, *CNBS*, 2009

40. EUROPEAN CENTRAL BANK (2005): *Banking Structures in the New EU Member States*, ECB, 2005, Frankfurt
41. FATF, (2009)- *Money Laundering Security Sector*, FATF, 2009
42. FELDSTEIN, M. (2010)- „*Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*„, Working paper, NBER, 2010
43. FERGUSON, R. (2005)- *An Investment Banking Perspective on the Future of the Financial System*, BIS Monetary and Economic Department, BASLE, 2005
44. FILIPOVSKI, V. (2010)- „The Challenges to Financial Regulation from the Global Financial Crisis 2007-2009„, Proceedings of the International Conference: *The Challenges of Economic Theory: the Aftermath of the Gglobal Crisis*, UKIM, Faculty of Economics, 2010, Skopje
45. GALATI G. and MOESSNER R. (2011)- „Macroprudential Policy – a literature review„, *BIS Working Papers No 337*, Monetary and Economic Department, 2011
46. GAUTHIER, L., LEECE, D. (2010)- "The Performance of UK Securitized Subprime Mortgage Debt: 'Idiosyncratic' Behaviour or Mortgage Design?," MPRA Paper 27137, University Library of Munich, Germany, 2010
47. GENNAIOLI N., SHLEIFER, A., and VISHNY, R.(2010)- „Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility„, *Final draft, December, UPF and CREI, Harvard University, and University of Chicago*, 2010
48. GERTLER, M., Peter KARADI, P. (2011)- „A Model of Unconventional Monetary Policy„, *Journal of Monetary Economics* 58, 2011
49. GILL, M. and KAUFMAN, D. (2000)- *Transparency, Liberalization and Banking Crises*, Working paper, The World Bank, February 2000
50. GOLDSMITH, W.R. (1969)- „Financial Structure and Development„, *Catalogue.nla.gov.au*, 1969
51. GRIGORIAN, A.D. (1998)- *Determinants of Commercial Banks Performance in Transition*, World Bank, 1998
52. GUAL J. (2004): „The Integration of EU Banking Markets„, *CEPR Discussion Paper Series*, 2004
53. GUPTA, P (2000-6)- *Aftermath of Financial Crises*, IMF, June 2000
54. HENRY, P. B. (2007) - *Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Develop*, Working Paper Series No787, Faculty of Accountancy and Management, Mahasarakham University, 2007
55. HYNES R., WALT D., S. (2010)- *Why Banks are not Allowed in Bunkruptcy*, Washington and Lee low review, 2010
56. INTERNATIONAL MONETARY FOND (2009)- *World Economic Outlook*, IMF, April 2009
57. INTERNATIONAL MONETARY FOND (2010)- *Report of R.Macedonia*, IMF, 2010
58. INTERNATIONAL MONETARY FOND (2010)- *European Forecasting Network*, IMF, 2009
59. JAFFEE, 14. GERARDI, K. LEHNERT, A., SHERLAND S. M., PAUL S, WILEN, (2009-2)- *Making Sense of the Subprime Ccrisis*, Federal Reserve Bank of Atlanta, February 2009
60. JEANNIENE, BAILLIU J.N. (2009-7)- „Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries„, Working Paper 2000-15 , *Document de travail 2000-15*, Bank of Canada, 2007

61. JICKLING, M.,(2009)-*Causes of the Financial Crisis*, Congressional Research Service, January 2009
62. KAUFMAN, G.(1998)-„Banking and Currency Crises and Systemic Risk,, *World Bank: internet archive*
63. KEYNES, J. M. (1936)- *The General Theory of the Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, New York, 1936
64. KING and LEVINE (1993)-„Financial and Growth: Shumpeter Might be Right,, *Quartely Journal of economics, 1993*
65. KINDLEBERGER, MANIAS, C., P.(1978)- *Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, 1<sup>st</sup> edition, New York: Basic Books, 1978
66. LA PORTA, R. (1998)-„Law and Finance,,*The Journal of Political Economy, Volume 106, Issue 6, 1998*
67. LASTRA, R.M. (2009) -„, Assessing the Lamfalussy Process: Successes and Failures,, *Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law, 2009*
68. LEVINE, R. (1997)-„Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,,*Journal of Economic Literature, 1997*
69. LEVINE, R.(1997)- "Finance and Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature, 35 (2),: 1997*
70. LEVINE, R. (2002) - "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?", *Journal of Financial Intermediation, 2002*
- 71.LEVINE, R. (2003)- "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August, 2003*
72. LEVINE, R. (2005)-„Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms,, in *The Handbook of Economic Growth, 2005*
73. LEVINE, R., LOAYZA, N. and BECK. T.( 2000)- „Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes." *Journal of Monetary Economics, 2000*
74. LEVINE, R., LOAYZA, N. and BECK. T.( 2000)- „Finance and the Sources of Growth." *Journal of Financial Economics, October, 2000*
75. LEVINE, R and RENNELT, D.(1992)-„A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions." *American Economic Review, September, 2000*
76. LEVINE, R, and ZERVOS S.(1998)-"Stock Markets, Banks, and Economic Growth,, *American Economic Review, 1998*
77. LIN, T., WU, C.(1999)-„Financial Development and Economic Growth of Developed versus Asian Developing Countries: A Pooling Time-Series and Cross-Country Analysis,, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, World scientific connecting great minds, 1999*
78. LOAYZA , N. and RANCIERE R. (2006)-„Financial Development, Financial Fragility and Growth,, *Journal of Money, Credit and Banking,2006*
79. LO, D. (2009)-„'China and Post-crisis Globalisation: Towards a New Developmentalism?,, In: Ghosh, Jayatiand Chandrasekhar, C.P., (eds.), *After Crisis: Adjustment, Recovery, and Fragility in East Asia*. New Delhi: Tulika Books, 2009



80. LUCAS, R. (1988)- On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 1988
81. MANKIW N. G. and M. P. TAYLOR M.P. (2011)- *Economics*, second edition, Cengage learning EMEA, 2011
82. MANKIW, G. (1995)-, The Growth of Nations,, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995
83. MEKKOLI, D.J., (2010)- *Dinamika na pazarot , nova finansiska ekonomija*, 2010
84. MERHEZ, G. and KAUFMAN (2000)-*Transparency, Liberalization and Banking Crises*, The World Bank, February 2000
85. MERTON, R.C. and BODIEM, Z. (1995) –,, A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment,, in: *The global financial system: A functional perspective*, Eds: D. B. Crane. et. al. Boston, MA: *Harvard business school press*, 1995
86. MINSKY, P. H.(1974)-, Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster,, *research staffs of the Board of Governors of the Federal Reserve Banks*, 1974
87. MISHKIN, S.F., EAKINS, G.S.(1995)-*Financial Markets and Institutions*, Addison Wesley, 1995
88. MISHKIN, F. (2009)-, Why we Shouldn't Turn our Backs on Financial Globalization,, *Staff papers, IMF*, 2009
89. MISHKIN F.(2009)-*Monetarna ekonomija, bankarstvo I finansiski pazari*, Business School Edition plus MyEconLab Student Access Kit, second edition, 07, 2009
90. MOISES, N. (2010)-, Crises of Euro,, *Working paper, IBRD*, 2010
91. MOJSOSKA, S., NIKOLOVSKA VRATEOVSKA D. (2012 a)- ,,Impact of Money Laundering on Economic Security-Case Macedonia,, *International Scientific Conference- Archibald Reiss Days - The Academy of Criminalistic and Police Studies Belgrade*, 1-2 Mart 2012
92. MOJSOSKA, S., NIKOLOVSKA VRATEOVSKA D. (2012 b)- ,,Money Laundering on the Financial Markets- ,, International Scientific Conference: *Security and Euroatlatic Perspectives of the Balkans*, University St.Kliment Ohridski Bitola, Faculty security Skopje, 25-26 May 2012, Ohrid
93. MOJSOSKA, S. (2011 a)-, Influencing of Global Gconomic Crises in Functioning in Investment Funds in R.M.,, Proceedings on *International Conference: Economy and Business in Post-recession Period, October, Prilep*, 2011
94. NATIONAL INSTITUTE OF STANDARDS AND TECHNOLOGY (2008)- Adaptive Learning Systems, National Institute of Standards and Technology, NIST, 200818.
95. NGUEN, K. (2008)-, Why Did the Financial Meltdown Happen,, *working paper, Forum*, 2008
96. N'DIAYE, P., (2009) - ,,Countercyclical macro prudential policies in a supporting role to monetary policy,, *IMF working paper WP/09/257*, IMF, 2009
97. OCAMPO, J.A. (2004)-, A Broad View of Macroeconomic Stability,, at the *Universal forum for cultures*, Barcelona, 2004
98. OBSTFELD, M.(1997)-, *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features*,, *Working paper No. 5285 NBER*, 1997
99. OVERSEAS DEVELOPMENT INSTITUTE (2009)-*Global Issues*, ODI, 2009

100. OLUDELE A. A. and MAKINA D. (2009)- „Bank Lending and Business Cycles: South African Evidence,, *African Development Review*, Vol. 21, No. 3, 2009
101. PAPAIOANNOU E. (2007) – *Finance and Growth: a Macroeconomic Assessment of the Evidence from a Eurpian Angle*, European Central Bank, 2007
102. PETKOVSKI, M. (2010)-„The Global Economic Crisis as a Challenge for Economic Policy,, Proceedings of the International Conference: *The Challenges of Economic Theory: the Aftermath of the Global Crisis*, Faculty of Economics, UKIM, 2010, Skopje
103. PETKOVSKI, M. (1996)-„Developin Strategies for the R.of Macedonia,, Proceedings in the *International Conference of World Bank, Ministry of Finance of R.Macedonia*, WB, MFRM, 1996
104. PRS, group (-)-*International Country Risk Guide*, the PRS group, Inc.
105. RAJAN, G.,R. ( 2005)-„Has Financial Development Made the World Riskier?,, NBER Working Paper No. 11728, 2005
106. RAJAN, R. and LUIGI, Z.(1998)-„Financial Innovations and Growth,, *American Economic Review*, 1998
107. REINHART C. M. and ROGOFF K. S. (2008)- *International Aspects of Financial Market Imperfections; The Aftermath of Financial Crises*, NBER, CEPR, University of Maryland, Harvard University, December 2008
108. RIOJA, F. & VALEV, N. (2004)-"Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic development," *Economic Inquiry, Western Economic Association International*, vol. 42(1), 2004
109. ROGOFF, K., AYHAN K. M., ESWAR, P. and SHANG, J.W. (2009)- „Financial Globalization: A Reappraisal,, *IMF Staff papers, Vol. 56 Number 1*, 2009
110. ROMER, P. (1990)- „Endogenous Technological Change,, *Journal of Political Economy*, 1990
111. ROUSSEAU, P.L. & WACHTEL, P.( 1998) - "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995," Working Papers 98-09, *New York University*, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics
112. SAMUELSON P., NORDHAUS W. D.(2001) –*Economics*, 17 th ed. McGrew-Hill Inc, 2001, New York
113. SACASA, N.(2008)-„Preventing future crises,, *Finance and Development, Volume 45, Number 4*, December 2008
114. SAHA, D. and J. von WEISZCAKER(2009) - „Estimating the Size of the European Stimulus Packages,, *Brugel Policy Papers 30*, 2009
115. SALSAMAN, R. (2013)- „Bankruptcies, Bail-Outs and Bail-Ins: the Good,Bad and Ugly of Bank Failure Resolution,, *Forbes*, 2013
116. SCHINASI, J. G. (2004)-„Defining Financial Stability,, *IMF working paper, wp/04/187*, IMF
117. SCHMUKLER, S.(2004)-*Financial Globalization: Gain and Painfor Ddeveloping Countries*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2004
118. SCHOPIA, P. (2003)-„Road to Monetary Union,, *Working paper, Internet Archive*, 2003
119. SHMIDT-HEBBEL, K. (2008)-*Pension Ffunds and Capital Markets in Macedonia*, MAPAS workshop, 2008

120. SIBERT., A. (2010) – „Economic and Monetary Affairs: The Greek Sovereign Debt Crisis and the Eurosystem,„ *Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policies*, European Parliament, 2010
121. SOLOW, R. (1956)-„A Contribution to the Theory of Economic Growth,„ *Quarterly Journal of Economics*, 1956
122. SOLOW, R. (1957) – „Technical Change and the Aggregate Production Function,„ *Review of Economics and Statistics*, 1957
123. SPIEGEL, P. (2013)-„Q&A:EU Banking Union,„*The Financial Times LTD*, 2013
124. SPIEGEL, P. (2013)-„EU Banking Union: Leaked „Terms of Reference,„ „*The Financial Times LTD*, 2013
125. STANCIL, B. (2010)-„Crises of Euro,„ *Working paper, IBRD*, June 2010
126. TANG, T.C.(2006)- "New Evidence on Export Expansion, Economic Growth and Causality in China," *Applied Economics Letters, Taylor & Francis Journals*, 2006
127. TAYLOR, J. (2009)-„The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong,„ *Working paper NBER*, 2009
128. TEVELDE, D. W. (2008)- Aid Under Pressure: Support for Development Assistance in a Global Economic Downturn, Oral and Written Evidence, Volume II, Four Reports 2008-9, House of Commons International Development, 2008
129. VALVERDE, S.C., FERNANDEZ, F.R. (2004)-*The Finance-Growth Nexus A Regional Perspective*, European Urban and Regional Studies, 2004
130. VALIANTE, D. (2014)-„Revisiting Banking Union in a Single Currency Area,„ *Economonitor*, 2014
131. WAHLMAN A. (2008)-„Eight Economic Problems and Eight Solutions,„ *Working paper Forum*, May 2008, Forum, May 2008
132. WHITE, M.(2008)-„Bankruptcy: Past Puzzles, Recent Reforms and the Mortgage Crisis,„ *Working paper, NBER*, 2008
133. WOLF, M. (2008)- *Fixing Global Finance: How to Curb Financial Crises in the 21st Century* ,The Johns Hopkins University press, 2008
134. WORLD BANK, (1997) - *The Regulation of Non-bank Financial Institutions*, WB, 1997
135. WORLD OVERVIEW (2011) – „Building an Effective Finance Control and Fast Book,„in: *International Insurance Fast Book*, 2011
136. АГЕНЦИЈА ЗА ВРАБОТУВАЊЕ НА Р. МАКЕДОНИЈА-*Извештаи за невработени лица 2008, 2009, 2010 година*, АВРМ
137. АТАНАСОВСКИ, Ж. (2004)-*Теорија на јавните финансии*, Економски факултет, УКИМ, 2004
138. БИШЕВ, Г.(2006)-*Монетарен систем и политика*, работна верзија, 2006
139. БИШЕВ, Г.(2004)-„Монетарната политика во функција на развојот и стабилноста на националната економија,„ во *Зборник: Макроекономската стабилност и економскиот раст во Р.Македонија*, ЗОР, МФРМ, GTZ, 2004
140. БОГОЕВ, Ј.(2012)-„Фискалната политика и економските циклуси во Македонија,„ *Економија и бизнис* , 2012

141. ДРЖАВЕН ЗАВОД ЗА СТАТИСТИКА (2011)-*Статистички годишник на Р.Македонија 2010*, ДЗС, 2011
142. ЈОВАНОВСКИ, Т.(1993)-*Финансики пазари*, Економски центар - Скопје, 1993
143. ЈОВАНОВСКИ, Т.(2004)-„Динамична економија versus форсирана економска стабилност“ во *Зборник: Макроекономската стабилност и економскиот раст во Р.Македонија*, ЗОР, МФРМ, GTZ, 2004
144. КИКЕРКОВА, И. (2003)- *Меѓународна економија*, Економски факултет, УКИМ, 2003
145. КИРОВИЧ, М.(2001)-*Банкарство*, Bridge Company, 2001, Beograd, 2001
146. КИРОВИЧ, М.(1995)- *Банкарски менаџмент*, Белград, 1995
147. КОМИСИЈА ЗА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ (2010)- *Извештај за работење на КХВ на РМ во 2009 година*, КХВ, 2010
148. КОМИСИЈА ЗА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ (2013)- *Извештај за работење на КХВ на РМ во 2012 година*, КХВ, 2013
149. КОМИСИЈА ЗА ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ (2006)- *Пазарот на хартии од вредност во Р.Македонија, денес и утре*, КХВ, 2006
150. МОЈСОСКА, С. (2011)- *Инвестициските фондови, потреба и перспектива за функционирање и развој во Р.Македонија*, докторска дисертација, Економски факултет, УКО, Прилеп, 2011
151. МАКЕДОНСКА БЕРЗА (2013)- *Годишен статистички билтен на Македонска берза 2012*, КХВ, 2013
152. НАУМОВА, Е. (2013) – *Влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст, со посебен осврт на Р.Македонија*, докторска дисертација, Економски факултет, УКИМ, 2013
153. НАРОДНА БАНКА НА Р. МАКЕДОНИЈА (2007)-*Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија 2006*, НБРМ, 2007
154. НАРОДНА БАНКА НА Р. МАКЕДОНИЈА (2008)-*Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија 2007*, НБРМ, 2008
155. НАРОДНА БАНКА НА Р. МАКЕДОНИЈА (2009)-*Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија 2008*, НБРМ, 2009
156. НАРОДНА БАНКА НА Р. МАКЕДОНИЈА (2010)-*Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија 2009*, НБРМ, 2010
157. НАРОДНА БАНКА НА Р. МАКЕДОНИЈА (2011)-*Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија 2010*, НБРМ, 2011
158. НАРОДНА БАНКА НА Р. МАКЕДОНИЈА (2012)-*Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија 2011*, НБРМ, 2012
159. НАРОДНА БАНКА НА Р. МАКЕДОНИЈА (2013)-*Извештај за финансиска стабилност на Р.Македонија 2012*, НБРМ, 2013
160. НЕСТОРОВСКИ, М.- *Односот помеѓу динамиката на растот и нивото на развиеност, работна верзија*, Економски факултет, УКИМ
161. НЕСТОРОВСКИ, М. (2005)- *Економија на инвестиции*, Економски факултет, УКИМ, 2005

162. НИКОЛОВСКА ВРАТЕОВСКА, Д. (2011)-*Финансискиот систем и глобалната економска криза (2008)*, магистерски труд, Економски факултет, УКИМ, 2011
163. НИКОЛОСКА, Б. (2009) –*Анализа на улогата на банкарскиот систем во економскиот раст: случајот на Македонија*, НБРМ, 2009
164. ПЕТКОВСКИ, М. (2004)-„Стабилен или флукуирачки курс на денарот во функција на извозот и платниот биланс,, во *Зборник: Макроекономската стабилност и економскиот раст во Р.Македонија*, ЗОР, МФРМ, GTZ, 2004
165. ПЕТКОВСКИ, М. (2009,а)-*Финансиски пазари и институции*, второ и дополнето издание, Економски факултет УКИМ, 2009, Скопје
166. ПЕТКОВСКИ, М.(2009,б)–„Глобалната финансиска криза 2008 година-причини и последици“ труд посветен на академик Ксенте Богоев, *Зборник на МАНУ*, 2009
167. ПЕТРЕВСКИ, Г. (2003)- *Монетарна политика, теорија и искуство на Р.Македонија*, Економски факултет, УКИМ, 2003
168. ПЕТРЕСКИ, Б.(2012)-„Искуството од кредитниот бум во Македонија“ *Економија и бизнис*, 2012
169. САСАЈОВСКИ, С. (2004)- „Идеологијата на неолиберализмот, макроекономската стабилност и економскиот развој“ во *Зборник: Макроекономската стабилност и економскиот раст во Р.Македонија*, ЗОР, МФРМ, GTZ 2004
170. ТРПЕСКИ, Љ. (2003)-*Пари и банкарство*, второ и дополнето издание, Economy press, 2003, Скопје
171. ТРПЕСКИ, Љ.(2004)-„Улогата на монетарната политика во создавањето на поволен амбиент и одржлив економски развој“ во *Зборник: Макроекономската стабилност и економскиот раст во Р. Македонија*, ЗОР, МФРМ, GTZ, 2004
172. ТРПЕСКИ, Љ.(2002)-„Макроекономската стабилност и структурните реформи во банкарството во Р.Македонија,, *Интернет архива на НБРМ*, 2002
173. ФИЛИПОВСКИ, В.(2003) - *Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на транзиција*, докторска дисертација, Економски факултет, УКИМ, 2003
174. ФИТИ, Т. (2004)-„Теоретски погледи и искуства за макроекономската стабилност и економскиот растеж“ во *Зборник: Макроекономска стабилност и економски раст во Р.Македонија*, ЗОР, МФРМ, GTZ, 2004
- \* [www.riskbank.se/en/Financial-stability/The-riskbanks-role-and-tasks/What-is-financial-stability/](http://www.riskbank.se/en/Financial-stability/The-riskbanks-role-and-tasks/What-is-financial-stability/)
- \* [www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html)
- \* [www.stat.gov.mk](http://www.stat.gov.mk)
- \* [www.bis.org](http://www.bis.org)
- \* [carnegieendowment.org](http://carnegieendowment.org)
- \* [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- \* [globalissues.org](http://globalissues.org)
- \* [www.finance.gov.mk](http://www.finance.gov.mk)
- \* [www.gigapedia.com](http://www.gigapedia.com)
- \* [www.cbc.gov.tw](http://www.cbc.gov.tw)
- \* [www.sec.gov.mk](http://www.sec.gov.mk)
- \* [www.nber.org](http://www.nber.org)
- \* [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- \* [www.indexmundi.com](http://www.indexmundi.com)
- \* [www.wikipedia](http://www.wikipedia)
- \* [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)
- \* <http://kauza.mk>
- \* [www.zvrm.gov.mk](http://www.zvrm.gov.mk)
- \* [www.crm.com.mk](http://www.crm.com.mk)
- \* [www.nbrm.mk](http://www.nbrm.mk)
- \* [www.imf.org](http://www.imf.org)
- \* [www.kapital.com.mk](http://www.kapital.com.mk)
- \* [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)