



Република Македонија
Универзитет „св. Кирил и Методиј“ – Скопје
Економски факултет во Скопје



м-р Кирил ЈОВАНОВСКИ

**ФИНАНСИСКАТА ДОЛАРИЗАЦИЈА, ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈАТА НА
КАПИТАЛНИТЕ ТЕКОВИ И ФИНАНСИСКАТА СТАБИЛНОСТ**

(докторска дисертација)

Ментор: Проф. д-р Михаил ПЕТКОВСКИ

Скопје, април 2014



Republic of Macedonia
University „Ss’. Cyril and Methodius“ – Skopje
Faculty of Economics Skopje



JOVANOVSKI M.Sc. Kiril

**FINANCIAL DOLLARIZATION, CAPITAL FLOWS LIBERALIZATION AND
FINANCIAL STABILITY**

Ph. D thesis

Mentor: PETKOVSKI Ph. D Mihail

Skopje, april 2014

Членови на комисијата

1. Проф. д-р Михаил Петковски

2. Проф. д-р Љубе Трпески

3. Проф. д-р Горан Петревски

4. Проф. д-р Владимир Филиповски

5. Доц. д-р Ѓорѓи Гоцков

Датум на одбрана _____

Датум на промоција _____

Апстракт

Трудот дава една поинаква перспектива на познатиот модел за финансиски нерамнотежи, кај кој како главен фактор за настанување на кризите во услови на фиксни девизни курсеви се посочува неконзистентната фискална политика. Ваквата перспектива е различна и од пристапот на големиот дел од литературата во која финансиските кризи се опишани како последица на слабата супервизија во банкарскиот сектор и неговата недоволно развиена структура.

Предметот на истражување во трудот е појавата, развитокот и ризиците кои ги носи финансијата доларизација. Во него, детектирањето детерминантите и ризиците во една економија кои произлегуваат од неа, треба да укажат на тоа дека процесот на нејзиното генерирање не е секогаш успешна приказна. Трудот ги анализира сите користи кои произлегуваат од официјалната и парцијалната доларизација во една земја. Исто така ги опишува примерите на одбрани земји кои се соочија со големи финансиски кризи, каде како директни фактори за нивно настанување беше посочено токму кредитирањето во странски валути.

Заклучоците со кои се сретна во економската литература, трудот ги искористи за тестирање на две тези. Првата: Дали постои друг начин на справување со високиот степен на депозитна доларизација? Главната цел е да се испитаат можностите за пронаоѓање на сигнали, различни од досегашните, кои носителите на економските политики би ги испратиле на агентите во земјите. Втората: Кои се детерминантите на кредитите во странски валути во земјите од Југоисточна Европа? Дали постои врска помеѓу довербата кон макроекономските политики и степенот на финансиска доларизација.

Тестирајќи ги претходите тези, трудот истакнува дека во Македонија главниот фактор за високата стапка на депозитна доларизација е стравот од флукутирање на девизниот курс и промената на цените на мало. Слично на природата на финансиската доларизација во Македонија, во земјите од Југоисточна Европа исто така главните фактори за појавата на кредитите во странски валути се промените на девизниот курс (реален и номинален), отвореноста на земјата и неразвиените пазари на капитал, како барање на агентите за дополнителни финансиски инструменти за заштита од девизниот ризик.

Клучни зборови: финансиска доларизација, финансиска нестабилност, депрецијација на валутите, епизоди на финансиски кризи, детерминанти на доларизацијата.

Financial dollarization, liberalization of capital flows and financial stability

Abstract

This paper gives different perspective from the standard model of financial turbulences. In that model the key factor for generating the crisis in terms of fixed exchange rate was the fiscal inconsistency. Such perspective is different from the dominant literature also. The literature concerning the financial crises describes them as a consequence of weak supervision of the banking sector and its underdevelopment.

Main interest of the paper is the appearance, development and the risks financial dollarization is generating. Therefore detecting the determinants and risks from the financial dollarization should show that this phenomenon is not as fertile as one usually thinks. The paper analyzes all benefits that may occur from the official and partial dollarization of the economy. In addition a perspective for selected countries that has faced severe financial crises due to foreign currency loans is presented.

There are two main thesis that are tested in this paper. First, is there any new way of dealing with the high level of deposit dollarization? In that term, the paper seeks for different signal that the major economic policies should send to the agents in the economy. Second, which are the determinants of the foreign currency loans in the countries of South East Europe? Is there any linkage between the time inconsistency of the macroeconomic decisions and the financial dollarization?

Testing the precious thesis, this paper concludes that the major factor for high deposit dollarization in Macedonia is the fear of floating and the level of inflation. Similar to these conclusions, the main factors for appearance of the credit dollarization in the countries of South East Europe are changes in the nominal and real exchange rate, openness of the economy and capital markets development.

Key words: financial dollarization, financial instability, depreciation, financial crises episodes, dollarization determinates

СОДРЖИНА

ВОВЕД	5
Глава 1. ПРОБЛЕМАТИКА НА ДОЛАРИЗАЦИЈАТА	13
1.1 Доларизација.....	14
1.2 Макроекономските политики и доларизацијата.....	20
1.2.1 Фискална политика	20
1.2.2 Монетарна политика	23
1.3 Користи и трошоци од доларизацијата	36
1.3.1 Теоретска рамка на користите и трошоците од доларизацијата.....	42
1.3.2 Економско окружување	42
1.3.3 Доларизацијата и оптималната политика.....	47
1.3.4 Доларизацијата и „кредибилитетот“ на политиките.....	52
1.3.5 Доларизацијата и улогата на позајмувач во крајна инстанца.....	58
1.3.6 Доларизацијата и дефлацијата на долгот	62
1.4 Финансискиот сектор во услови на доларизираност	65
1.5 Теоретски модели на валутната супституција и нивните ограничувања.....	72
1.5.1 Модели на валутната супституција	72
Глава 2. ШТО ЈА ПРЕДИЗВИКУВА ДОЛАРИЗАЦИЈАТА?	81
2.1 Финансиска доларизација - поим.....	82
2.2 Причини за доларизацијата - основни концепти.....	84
2.2.1 Промена на инфлацијата и реалниот девизен курс	87
2.2.2 Висина на каматниот јаз	90
2.2.3 Портфолио аргумент	90
2.2.4 Улогата на каналот на пренесување (анг. Pass-Through).....	94
2.2.5 Временската неконзистентност и недостаток на доверба кон монетарната политика - институционален пристап.....	94
2.2.6 Постојење на (не)перфектни пазари	96
2.2.7 „Хистереза“ или „ефектот на неповратност“ (англ. Hysteresis or the Ratchet Effect) ...	99
2.3 Финансиската доларизација и финансиската (не)стабилност.....	102
2.3.1 Валутни кризи.....	103
2.3.2 Ненадејно стопирање	105
2.3.3 Должнички кризи	106
2.3.4 Банкарски кризи	111
2.3.5 Улогата на девизниот курс врз настанувањето на финансиска нестабилност	112

2.4 Финансиската доларизација во земјите во развој.....	116
2.4.1 Кризата во Мексико, 1994-1995 година	118
2.4.2 Азиската криза, 1997-1998 година	125
2.5 Видови емпириски тестирања во теоријата и практиката	136
Глава 3. ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈАТА НА КАПИТАЛНИТЕ ТЕКОВИ И ФИНАНСИСКАТА ДОЛАРИЗАЦИЈА	140
3.1 Либерализација на капиталните текови	141
3.2 Нестабилноста на капиталните текови и финансиската доларизација.....	149
3.3 Модел и опис на податоците	152
3.3.1 Ограничени капитални текови	152
3.3.2 Слободно движење на капиталните текови	155
3.4 Основни резултати и анализа на сензитивноста.....	157
3.4.1 Случајот на Македонија.....	160
3.5 Што ни покажува нивото на доларизацијата за степенот на финансискиот и институционалниот развој – либерализацијата на капиталните текови како одговор на...?.	171
Глава 4. СЛУЧАЈОТ НА МАКЕДОНИЈА И ЗЕМЈИТЕ ОД ЦЕНТРАЛНА И ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА	175
4.1 Степенот на финансиска доларизација (евроизација) во Македонија и земјите од Централна и Југоисточна Европа.....	176
4.2 Концепциски и емпириски преглед	182
4.2.1 Преглед на литературата.....	185
4.3 Економетриски модел и методи на оцена	192
4.4 Податоци	198
4.4.1 Податоци за финансиската евроизација	201
4.4.2 Фактори на побарувачката.....	202
4.4.3 Фактори на понудата.....	204
4.4.4 Финансиска развиеност	206
4.4.5 Контролни варијабли	207
4.5 Емпириска анализа и интерпретација на резултатите	208
4.6 Можности за намалување на доларизација (евроизацијата) – процес на де-евроизација	218
ЗАКЛУЧОК.....	227
БИБЛИОГРАФИЈА	235

ПРИЛОЗИ	260
Прилог број 1. Преглед на истражувања за врската на финансиската доларизација и одреден сет на независно променливи.....	260
Прилог број 2. Дефиниција на податоците и извори	267
Прилог број 3. Дескриптивна статистика на варијаблите во моделот	270
Прилог број 4. Спецификација на проценети модели за влијанието на независните променливи врз кредитната доларизација	300

Листа на слики, графикони и табели

Слика број 1.1. Невозможно тројство.....	26
Графикон 1.1. Еволуција на режимите на девизните курсеви, 1950-2012 година	32
Графикон 1.2. Промени на De facto девизниот курс, 1941-2001 година	33
Графикон 1.3. Монетарна политика и валута кон која земјите водат фиксен девизен курс, 1990-2012 година	34
Графикон 1.4. Движење и променливост на инфлацијата и растот на БДП, 2004-2009 година..	35
Графикон број 2.1. Просечен број на кризи и совпаѓање на кризите (1970-2011).....	113
Графикон број 2.2. Реален девизен курс во земјите од Латинска Америка.....	119
Графикон број 2.3. Движење на капиталната и тековната сметка во Мексико.....	120
Графикон број 2.4. Структура на долгот, нето странски средства и отпис или исплаќање на долгот во Мексико, од 1992-1996 година.....	122
Графикон број 2.5. Индикатори во Мексико (1992-1996)	123
Графикон број 2.6. Девизни резерви на Мексико (од декември 1993 - декември 1994 година)	124
Графикон број 2.7. Меѓународни финансиски текови во земјите од Источна Азија.....	128
Графикон број 2.8. Ликвидносни и валутни нерамнотежи	129
Графикон број 2.9. Учество на приватните кредити во вкупното задолжување и кусорочните кредити во вкупните кредити во одредени земји од Источна Азија	130
Графикон број 2.10. Пад на вредноста на валутите и прометот на пазарите на капитал кај одбрани земји од Источна Азија, од јуни 1997 - мај 1998 година	131
Графикон број 2.11. Износ на резерви во земјите од Источна Азија (од мај 1995- март 1998 година).....	132
Графикон број 2.12. Макроекономски податоци.....	134
Графикон број 2.13. Макроекономски податоци за Русија, од 1995-2000 година	135
Графикон број 3.1. Нето приватни капитални текови во земјите во развој.....	141
Графикон број 3.2. Нето приватни текови кон земјите во развој при различни услови за финансирање (% од БДП).....	142
Графикон број 3.3. Учество на депозитите со валутна компонента во вкупните депозити, годишен и месечен раст на вкупните депозити на населението и нефинансискиот систем.....	161

Графикон број 3.4. Инфлација, номинален и реален девизен курс и движење на паричната маса во Македонија.....	163
Графикон број 3.5. Каматен диференцијал, каматната стапка на благајничките записи и износ на депозити со валутна компонента на домаќинствата (во милиони денари),.....	164
Графикон број 3.6. Номинални и реални пондерираны каматни стапки на денарските и депозитите со девизна клаузула во Македонија и депозитите од нефинансискиот сектор и домаќинствата во еврозоната	165
Графикон број 3.7. Каматни државните записи во Македонија, Еврозоната и во Германија....	166
Графикон број 3.8. Странски директни инвестиции, нето финансиска сметка и тековна сметка, во однос на БДП во земјите од регионот, Македонија	168
Графикон број 3.9. Портфолио-инвестиции (од БДП).....	169
Графикон број 3.10. Однос на депозитите со девизна компонента во БДП и резервите без златото (лево) и промена на коефициентот на покриеност на увозот со трите сценарија	170
Графикон број 3.11. Презентација на план за продлабочување на либерализацијата	174
Графикон број 4.1. Раст на кредитите на нефинансиските субјекти во банкарскиот сектор.....	177
Графикон број 4.2. Учество на кредитите во странски валути во вкупните кредити на нефинансискиот сектор (нефинансиски компании и домаќинства) и учество на кредитите во странски валути на секторот домаќинства во однос на вкупните кредити во странски валути	178
Графикон број 4.3. Учество на кредитите и депозитите во странски валути во земјите од Централна и Југоисточна Европа.....	180
Графикон број 4.4. Валутна супституција во земјите од Централна и Југоисточна Европа.....	181
Табела 4.1. Мотиви за зголемување на финансиската доларизација:.....	185
Скица број 4.1. Фактори коишто влијаат врз валутната супституција, депозитната и кредитната евроизација.....	192
Графикон број 4.5. Кредитна и депозитна евроизација во 2010 година	200
Табела број 4.2. Резултати од спецификацијата на финалните модели	211
Табела број 4.3. Мета регресија со употреба на различни методи на оценка.....	212

ВОВЕД

Периодот од 2007 година до денес, го одбележа финансиска и економска криза која со себе донесе бројни прашања. Најголемиот дел од нив се однесуваа на барањето на причините заради кои актуелната криза ја достигнува својата длабочина и интензитет. Во економските кругови скоро и да е постигнат консензус за тоа дека одредени слабости во финансиската регулација го носат најголемиот товар како виновник, но брзото ширење и огромниот опфат на оваа криза, води до интерес да се анализира и еден поинаков сегмент.

Желбата за висок економски раст, постигнување на економски стандард сличен или еднаков на оној на развиените земји, ја тера секоја држава да се обидува да обезбеди дополнителен капитал и со него да финансира проекти кои ќе помогнат во развојот на земјата. Во таа потрага, заради непознатите услови во кои би требало странскиот капитал да биде пласиран, земјите за финансирање на своите проекти наоѓаат најразлични начини на финансирање. Голем е бројот на земјите во развој кои дополнителните средства ги обезбедуваат преку задолжување на меѓународните финансиски пазари, во најразлични форми. Тие средства без исклучок се позајмуваат во валута, која е различна од националната валута на кредито-барателот, на пример во долари, евра, швајцарски франци, или некоја друга од меѓународните резервни валути.

Глобализацијата на меѓународните финансиски пазари, водени пред сè од големата финансиска либерализација, создаде услови голем број на финансиски институции (пред сè банките) да имаат можност да отворат филијали надвор од своите матични земји. Така, во земјите во развој, кај кои финансиските сектори започнуваа да се развиваат, странските финансиски институции имаат доминантно учеството на домашниот финансиски сектор. Тие пак, во голема мера, со себе носат дополнителни средства, капитал, од своите матични земји, со кои одобруваат кредити за финансирање проекти кои ќе овозможат забрзување на растот на економијата. Повторно, како и кај задолжувањето на самата држава, така и кај кредитите кои ги одобруваат филијалите на странските банки, валутата во која тие кредитираат не е домашната. Заради тоа што националните валути на земјите во развој имаат многу низок кредибилитет, со ваквите кредити странските инвеститори во овие земји сиот валутен ризик го префрлаат на крајните корисници на кредитите.

Покрај преостанатите, текот на деведесеттите години од XX век во кој се одвиваше процес на глобализацијата со себе донесе специфична карактеристика за земјите во развој. Имено, големата употреба на странските валути особено беше случај во земјите од Латинска Америка во текот на деведесеттите години на минатиот век и во земјите од Југоисточна Европа во периодот по воведувањето на еврото. Кај нив, странските валути се употребуваат паралелно со своите, домашни валути и тоа во сите три функции на парите.

Во овој труд ќе биде истражен токму овој дел, кој економската јавност го препозна како можен виновник за финансиска дестабилизација. Кредитирањето во странски валути со себе носи ризици кои се различни од оние кои кредитирањето во домашна валута ги познава. Заради потребата на земјата во еден момент да обезбеди странски валути, сè со цел исплаќање на долгот, отвора дополнителни аспекти при анализирањето на овој тип на кредитирање. Дополнително на тоа, самата зависност од странските кредити и обврската истите тие да се вратат во странските валути ги зголемува можностите одреден ризик, кој не е поврзан директно со националната економија, да предизвика негативни последици во неа.

Во него се дава преглед на досега идентификуваните кризи, а за кои како главен фактор се истакнува задолженоста во странски валути на економиите. Исто така, дел од него се осврнува на актуелните кризи во регионот на Централна и Југоисточна Европа, кај кој кредитите во странски валути имаат многу големо учество во вкупното кредитирање во економијата.

Постојат бројни фактори кои влијаат да се зголеми интересот кон доларизацијата. Во Европа, воведувањето на еврото и интересот на земјите од Источна Европа за воспоставување на монетарна унија со Западна Европа - без оглед дали тоа ќе биде преку приклучување кон Европската централна банка, еднострано „доларизирање“ преку воведување на еврото како единствена валута (на пример, како во Црна Гора), или преку воспоставување на валутни одбори (како во Естонија, Литванија, Бугарија и во Босна и Херцеговина), предизвика интерес за бројни истражувања.

Во земјите од Латинска Америка, интересот за оваа појава е присутен од многу порано. Искуството на Панама, која е доларизирана од 1904 година и Аргентина со

валутниот борд во 1991 година, постојано предизвикуваат дебата во сите преостанати земји. Оваа дебата доживеа кулминација во јануари 2000 година, кога Еквадор прифати целосна доларизација. Конечно, кога се зборува за дебатата околу доларизацијата мораме да го споменеме влијанието на финансиските кризи во Мексико и Аргентина (1994-95), Источна Азија (1997-98), Русија (1998) и Бразил (1998-99), како и Глобалната финансиска криза (2007-2008), кои повторно ја донесоа анализата на карактеристиките на фиксните девизни курсеви на масите на економските истражувања.

Предмет на оваа дисертација е финансиската доларизација. Таа ја дефинираме како држење значителен дел од средствата и обврските на резидентите во форма на финансиски инструменти деноминирани во странска валута, (Ize и Levy-Yeyati, 2003). Оттука, заради тоа што во почетокот оваа појава се анализираше кај земјите кои главно го одбираат американскиот долар за деноминирање на средствата и обврските, истата таа во литературата е именувана како „финансиска доларизација“. Разбирливо, доколку валутата не е долар туку евро или швајцарски франци, тогаш оваа појава ја познаваме како евроизација или швајцаризација.

Во литературата може да се сретнат многу подвидови на доларизацијата. Меѓутоа, дисертацијата најмногу се осврнува на финансиската доларизација (супституцијата на средствата), која може да се опфати со мерење на учеството на кредитите во странска валута во однос на вкупните кредити, депозитите во странски валути во вкупните депозити во банкарскиот сектор на една земја и во монетарните агрегати $M_1 \left(\frac{FCD_{it}}{M_{1it}} \right)$ и $M_2 \left(\frac{FCD_{it}}{M_{2it}} \right)$.

Заради поврзаноста на финансиската доларизација и настанувањето на финансиските кризи, во литературата која се занимава со неа најмногу труд е вложено во откривањето на причините за нејзината појава. Притоа, се истакнува дека земјите во развој по својата природа имаат слаби валути, кои домашните и меѓународните економски агенти не ги прифаќаат како чувар на вредноста. Оттука, во домашната економија финансиската доларизација е симптом на одбивање на локалната валута, а како резултат на тоа за чување на својата вредност агентите ги одбираат странските, „цврсти“ валути.

Заради тоа главната цел на докторската дисертација е да ги испита причините за појавата на депозитната и кредитната доларизација во земјите од Југоисточна Европа. Имено, најголемиот дел од литературата која се занимава со причините и искуствата на доларизацијата се однесуваат на примерите на земји од Латинска Америка. Тоа е така, затоа што земјите како Боливија, Аргентина, Мексико или Перу, во последните триесет години, имаат искуство со валутната супституција. Сепак, појавата на еврото, големата економска поврзаност и евроаспирациите на земјите од европскиот континент, во последните десет години влијаеја и овие земји да го зголемат уделот на евроизација на своите економии, а со тоа и бројот на економистите кои се занимаат со нив, да се зголеми.

Литературата која се занимава со ова прашање дефинира многу причини кои влијаат суфицитните економски единици во овие земји да ги чуваат своите заштеди во странски валути. Притоа, преку детален преглед на литературата трудот истакнува кој ќе биде основниот модел на испитување на овие детерминанти. Имено, ако движењето на макроекономските варијабли во различните економии покажува дека „де факто“ доларизацијата е рационален одговор од економските агенти на загубата на довербата кон домашната валута, тогаш би требало да се прифати дека „број еден“ причина зошто доларизацијата се јавува е инфлацијата. Тоа е така, затоа што економските агенти во економиите, кои имаат хронично високи стапки на инфлација, ја користат странската валута за да ги намалат негативните последици од неа. Поради тоа, американскиот долар и еврото ги заменуваат локалните валути во земјите со високи стапки на инфлација.

Покрај инфлацијата, важни детерминанти на доларизацијата се и очекувањата за депрецијација на домашната валута, каматните распони и националната аверзија кон ризикот. Тука би можело да се додадат и временската неконзистентност и недостатокот на довербата кон монетарната политика, пазарните аномалии и моралниот ризик кој произлегува од осигурувањето на депозитите (Ize и Powell, 2004); управувањето на средствата и обврските, профитабилноста, концентрацијата и управувањето на ризикот кај банките и компаниите. Исто така, од институционална перспектива, доларизацијата зависи и од отвореноста на економијата, длабочината и големината на финансискиот систем и правните пречки и трансакциските трошоци кои се поврзани со обезбедувањето на странска валута. Сите овие фактори би можеле да ги поделиме во

два типа на фактори коишто влијаат врз финансиската доларизација: фактори придвижувани од побарувачката и фактори придвижувани од понудата на доларизирани средства. Токму тие се оценувани во моделите кои ги конструира оваа дисертација на случајот на земјите од примерокот. На крајот токму заклучоците од емпириските сознанија дозволуваат да се дадат одредени препораки преку кои носителите на макроекономските политики би можеле да ја контролираат, па дури и да ја намалат финансиската доларизација на својата земја.

Во продолжение, трудот е составен од четири посебни делови. Имено, во првата глава, со наслов: Проблематика на доларизацијата, трудот дава детален преглед на литературата која се занимава со проблематиката на финансиската доларизација во земјите. Притоа, целокупната литература е систематизирана на главните полиња на интерес на академските истражувања. Со тоа, трудот утврдува дека едно истражување кое е поврзано со финансиската доларизација може да има една од следниве цели: (1) нејзиното влијание врз економскиот развој; (2) финансиската нестабилност; (3) влијанието врз монетарната и фискалната политика; или, пак, (4) причините кои ја предизвикуваат.

Оваа глава започнува со дефинирање на поимот и улогата на финансиската доларизација во една национална економија, преку дефинирање на нејзиното влијание врз главните макроекономски политики - фискалната и монетарната политика. Понатаму, преку развивање на едноставен модел на економијата во една земја, во трудот детално се објаснети користите и трошоците од доларизацијата. Со тој модел, трудот го дефинира економското опкружување во кое се дефинираат ефектите од финансиската доларизација и тоа врз процесот на воспоставување на оптимална економска политика во земјата.

Токму тоа е едно од централните прашања кога станува збор за финансиската доларизација. Во таа насока, во продолжение на оваа глава, трудот го анализира прашањето на „кредибилитетот“ на политиките како главен фактор за утврдувањето на вкупните трошоци од појавата на финансиска доларизација во една земја. Притоа, намалувањето на довербата кон економските политики се анализира низ призмата на централните банки преку опстанокот на улогата на позајмувач во крајна инстанца, како и во рамките на министерството за финансии со појавата на феноменот на дефлацијата на долгот. На крајот на оваа глава од дисертацијата, во трудот се опишани основните

теориски модели на валутна супституција и нивните ограничувања во употребата на економските истражувања.

Во втората глава, најнапред е даден основниот поим за финансиската доларизација преку кој истата таа се дефинира во литературата. Всушност, дефинирањето на оваа појава има за цел да покаже дека во светот, економистите кои се занимаваат со неа во своите анализи вклучуваат различни варијабли при дефинирањето на основниот предмет на истражување. Меѓутоа, заклучокот во тој дел покажува дека во основа сите тие имаат една иста цел: да ги утврдат причините за доларизацијата. Токму на тоа трудот се осврнува во продолжението на оваа глава.

Во неа, детално се презентирани главните наоди за влијанието на промената на инфлацијата и реалниот девизен курс, висината на каматниот јаз, можностите за алокација на средствата од портфолиото во различни финансиски инструменти, улогата на каналот на пренесување, недовербата кон економските политики, неразвиените локални финансиски пазари, како и ефектот на хистерезис врз степенот на финансиската доларизација во една земја.

Анализата на факторите на оваа појава, во продолжение на дисертацијата се оправдува со дефинирање на местото и улогата на финансиската доларизација во процесот на настанување на финансиска (не)стабилност, т.е. финансиските кризи. Во таа насока, дисертацијата го објаснува нејзиното влијание врз настанувањето на валутните, платно-билансните, должничките и банкарските кризи. Потврда за теориски докажаната врска на финансиската доларизација и појавата на финансиска нерамнотежа во една земја, трудот наоѓа во анализата на финансиските кризи во земјите во развој, при што посебен акцент дава на најцитираните кризи во Мексико (1994-1995 година) и во Азија (1997-1998 година). На крајот од оваа глава, преку преглед на литературата, дисертацијата дава систематизиран приказ на видовите емпириски тестирања поврзани со детерминантите на кредитната и депозитната доларизација.

Во следната, трета глава, започнува вториот тематски дел од трудот, сопствените истражувања. Имено, додека во претходните делови трудот главно се фокусира на обработка на минатите економски истражувања, во оваа и во следната, тој ги анализира ефектите од појавата на депозитната и кредитната доларизацијата во Македонија и во земјите од Југоисточна Европа. Имајќи ја предвид улогата во

одредувањето на стратегијата на управување на економските политики, преку дефинирање на трилемата на Мандел, во овој дел трудот најнапред ги дефинира главните ефекти од степенот на финансиска отвореност на земјата. Притоа, главен акцент се става на ефектите од либерализацијата на капиталните текови. Во таа насока, дисертацијата ги дефинира користите и трошоците кои би можеле да бидат во една национална економија со слободното движење на финансиските средства.

Токму тука започнува и дефинирањето на тезата која е тестирана во продолжение, која гласи: Дали за земја со високо ниво на депозитна евроизација ослободувањето на капиталните текови носи поголеми трошоци одошто користи? Оваа теза е разработена со развивање модел преку кој се дефинираат очекуваните ефекти. Всушност, станува збор за теориска анализа на ефектот врз една земја доколку истата таа има слободно и ограничено движење на капиталните текови. Имено, развивањето на модели во економската литература се смета за посебен предизвик, па фактот што моделот во оваа глава авторот самостојно го развива, токму тоа претставува негов голем придонес за економската литература. Токму тој модел, до крајот на третиот дел преку дескриптивна анализа на расположливите податоци е тестиран на случајот на Македонија. Последниот дел од оваа глава се однесува на заклучоците од добиените резултати кои се поврзани со степенот на финансиски и на институционален развој на земјата. Всушност, тоа прашање се анализира преку врската на нивото на доларизацијата и степенот на либерализацијата на капиталните текови.

Последната глава ги анализира детерминантите на кредитната евроизација на случајот на повеќе земји (11) од Централна и Југоисточна Европа. Во тој правец, трудот обезбедува обемна статистика за бројни фактори кои литературата ги препознава како важни во процесот на појава и раст на кредитите во странски валути во една земја. Овие фактори се поделени во четири групи. Секоја од групите има за цел да го идентификува и да го одреди влијанието на најдобриот показател за одредување на големината на кредитната евроизација. Првата група ги опфаќа факторите за побарувачка на кредити во странски валути. Во неа трудот ги вклучува: годишната промена на цените на мало, номиналниот и реалниот девизен курс, отвореноста на економијата и висината на каматните стапки на кредитите во домашните банкарски сектори на земјите. Во втората група, т.н. фактори на понудата, пак, анализирани се: влијанието на политиките за управување на средствата и обврските на домашните

банки, учеството на странските банки во домашниот банкарски систем, сите извори на средства на банките, големината на дознаките од странство и каматните стапки на депозитите во странски валути. Следната, трета група на фактори го опфаќа влијанието на степенот на финансиската развиеност на земјата врз нивото на кредитите во странски валути во неа. Во последната и четврта група на варијабли се опфатени дефинирани контролните фактори.

Моделот што се користи за проценка на факторите на финансиската евроизација во овој труд започнува со претпоставките кои ги даваат Luca и Petrova (2008). Имено, тие развиваат модел кој ги следи заклучоците на портфолио-пристапот за анализа на кредитната евроизација. Во него, во една земја постојат два субјекта кои влијаат врз степенот на евроизацијата. Од едната страна, се претставени компаниите кои ја одредуваат висината на побарувачката за кредити деноминирани во странски валути, а од другата, се наоѓаат банките кои влијаат врз понудата на овие средства. Од тие причини, моделот кој тие го анализираат во себе вклучува фактори коишто влијаат врз кредитната евроизација на страната на компаниите, на страната на банките, како и одреден сет на контролни варијабли.

Преку контролните варијабли се бара врската на однесувањето на монетарната и фискалната политика, макроекономскиот амбиент, како и расположливоста на инструменти со различно ниво на кредитната евроизација. Целокупната анализа е спроведена преку панел дата регресија, метод преку кој анализата оценува 20 модели. Во овие модели трудот опфаќа три групи на земји, и тоа: (1) група за која се анализира врската помеѓу кредитната евроизација и четирите групи на фактори за сите земји, (2) за земјите со режим на фиксен девизен курс, и, (3) за земјите со флексибилен девизен курс.

Четвртиот дел на докторската дисертација завршува со дефинирање на можностите за намалување на евроизацијата во земјите во подем и развој. Притоа, трудот дава одредени препораки кои би можеле да им помогнат на носителите на економските политики во процесот на носењето на одлуките, но и на останатите економски агенти во евалуацијата на вкупниот и индивидуалниот финансиски ризик со кои би можеле да се соочат во процесот на инвестирањето во домашните економии. Токму за нивната потреба во трудот може да се сретне рамка за спроведување на тој процес на де-евроизација.

Глава 1. ПРОБЛЕМАТИКА НА ДОЛАРИЗАЦИЈАТА

1.1 Доларизација.....	14
1.2 Макроекономските политики и доларизацијата.....	20
1.2.1 Фискална политика	20
1.2.2 Монетарна политика	23
1.3 Користи и трошоци од доларизацијата	36
1.3.1 Теоретска рамка на користите и трошоците од доларизацијата.....	42
1.3.2 Економско окружување	42
1.3.3 Доларизацијата и оптималната политика.....	47
1.3.4 Доларизацијата и „кредибилитетот“ на политиките.....	52
1.3.5 Доларизацијата и улогата на позајмувач во крајна инстанца.....	58
1.3.6 Доларизацијата и дефлацијата на долгот	62
1.4 Финансискиот сектор во услови на доларизираност	65
1.5 Теоретски модели на валутната супституција и нивните ограничувања.....	72
1.5.1 Модели на валутната супституција	72

1.1 Доларизација

Процесот на глобализацијата кој се одвиваше во текот на деведесеттите години од XX век со себе донесе една карактеристика со која се одликуваа земјите во развој. Таа е големата употреба на странските валути, што особено беше случај во рамките на националните економии на земјите од Латинска Америка. Кај нив, странските валути се употребуваат паралелно со своите, домашни валути и тоа за сите три функции на парите.

Без оглед на тоа што во меѓувреме земјите постигнаа значаен прогрес во процесот на контрола на инфлацијата, трендот на пораст на употребата на средства и обврски деноминирани во странски валути продолжи. Според Ize и Parrado (2002), за време на тој процес, повеќето земји, заради избегнување на негативната појава на „одлив на капиталот“¹ дозволија доларизацијата да се „развије“ во нивните земји. Таквиот процес влијаеше врз стопирање на финансиската дисинтермедијација, а ги намали и трошоците на јавниот долг.

Сепак, порастот на доларизацијата предизвика зголемување на грижата поврзана со важни политички прашања. Едно од прашањата е: Дали доларизацијата ја намалува ефективноста на монетарната политика? Ова прашање произлегува од нејзиното влијание врз изборот на средствата кои треба да бидат вклучени во монетарните агрегати, но и изборот на самиот режим на девизен курс. Второ, преку нарушување на валутната рамнотежа и усложнување на процесот на управување на кризите, доларизацијата носи одредени ризици за макроекономската и финансиската стабилност.

Постојат бројни фактори коишто влијаат да се зголеми интересот кон доларизацијата. Во Европа, воведувањето на еврото и интересот на земјите од Источна Европа за воспоставување на монетарна унија со Западна Европа - без оглед дали тоа ќе биде преку приклучување кон Европската централна банка, еднострано „доларизирање“ преку воведување на еврото како единствена валута (на пример, како во Црна Гора), или преку воспоставување на валутни одбори (како во Естонија, Литванија, Бугарија и во Босна и Херцеговина), предизвика интерес за бројни

¹ Види повеќе во вториот и третиот дел од трудот.

истражувања (Begg 1997, Dornbusch 1997, IMF 1997, Masson 1996, Bogetić 2000, Jeanne 2003, Edwards и Magendzo 2006).

Во земјите од Латинска Америка, интересот за оваа појава е присутен од многу порано. Искуството на Панама, која е доларизирана од 1904 година и Аргентина со валутниот борд во 1991 година, постојано предизвикуваат дебата во сите преостанати земји.² Оваа дебата доживеа кулминација во јануари 2000 година, кога Еквадор прифати целосна доларизација. Конечно, кога се зборува за дебатата околу доларизацијата мораме да го споменеме влијанието на финансиските кризи во Мексико и Аргентина (1994-95), Источна Азија (1997-98), Русија (1998) и во Бразил (1998-99), како и Глобалната финансиска криза (2007-2008), кои повторно ја донесоа анализата на карактеристиките на фиксните девизни курсеви на масите на економските истражувања.

Пред да ја започнеме темелната анализа на аспектите врз кои доларизацијата има главно влијание, најнапред би сакале да истакнеме неколку основни прашања кои таа ги допира. Така, во земјите во развој и подем, заради извршување на различните трансакции, многу честа е појавата на употреба на некоја меѓународна резервна валута³ во рамките на националните економии. Употребата на тие валути може да се појави во различни форми. Во некои земји, странските валути се употребуваат паралелно со домашните. Во другите, пак, единствена валута која се користи во економијата е странската.

Меѓународните валути често имаат улога на стандард за мерење на вредноста во земјите, затоа што тие опфаќаат широки и диверзифицирани области. Од тие причини, исполнувањето на стандардот за мерење на вредноста цврстите валути го вршат многу ефикасно и во согласност со потребите на резидентите (Hinds, 2006). Ваквата појава најубаво можеме да ја видиме тогаш кога во економијата не постојат многу можности за диверзификација на портфолијата на агентите, а врз домашната валута се врши притисок за депрецијација. Заради тоа што во такви услови агентите ќе претрпат загуба на вредноста на средствата кои се деноминирани во домашната валута, тие многу често

² Најчесто овие дебати се однесуваат на Ел Салвадор, Мексико и на Бразил.

³ Станува збор за валута која сите земји ја употребуваат за чување на своите официјални девизни резерви (долар, евро или швајцарски франци).

се определуваат своите имоти да ги деноминираат во некоја меѓународна, цврста валута.

Стандардот за мерење на вредноста, исто така, доаѓа до израз и тогаш кога агентите на некоја земја имаат интензивна трговска размена со остатокот од светот. Имено, доколку тие се постојано изложени на изразување на вредноста на своите влезни и излезни компоненти од производниот процес во странски валути, промените на девизните курсеви не само што ќе предизвикаат тешкотии во процесот на пресметка туку лесно може и да влијаат врз степенот на конкурентноста на пазарите каде што тие ги продаваат производите. Оттука, агентите на секоја економија во развој или подем, која е зависна од размената на стоки и услуги, ќе се стремат да ги заштитат вредностите на своите средства во однос на цените на таквите средства во странство.

Оваа заштита од намалување на вредноста на средствата деноминирани во домашната валута, тие можат да ја извршат на два начина. Едниот е да инвестираат во странски средства, кои по својата природа се деноминирани во странската валута, или да инвестираат во домашни средства, кои би биле деноминирани во валута различна од домашната. Станува збор за некоја од групата на меѓународни резервни валути,⁴ кои лесно може да бидат заменети со која било домашна во рамките на целата светска економија.

Оттука, доларизацијата најшироко може да ја дефинираме како употреба на странска валута во економијата како *средство за пресметка, чувар на вредноста* или *средство за размена*. Оваа појава најчесто се набљудува во земјите кои се соочиле со високи стапки на инфлација или брзо губење на вредноста на домашната валута (депрецијација). Во економиите, во кои агентите бараат подобра опција за зачувување на вредноста на своите средства, побарувачката за депрецираната национална валута има тенденција да се намалува, а побарувачката за постабилната, странска валута да се зголемува. Во овој процес на промена на побарувачката за пари, странската валута многу често останува подолго време да се користи како средство за извршување на трансакциите. Оваа промена со себе носи голема веројатност домашната валута трајно да биде заменета со странската.

⁴ Американски долар, евро, британска фунта, швајцарски франк.

Вака објаснета, доларизацијата може да се појави во два општи облици: (1) *де факто* или неофицијална (парцијална) доларизација или (2) *де јуре* или официјална (целосна) доларизација. Во случајот на парцијалната доларизација, агентите (компаниите и поединците), доброволно ја заменуваат домашната валута за некоја странска и неа ја користат како чувар на вредноста на своето богатство или како средство за извршување на трансакциите (Feige, 2003). За една земја велиме дека е парцијално доларизирана, ако во неа, покрај домашната валута, се користи и некоја друга, странска валута која исполнува една од трите класични функции на парите: средство за пресметка, размена или чувар на вредноста, Calvo (1999). Така, на пример, доларот, а во последно време и еврото, многу се користат како средство за пресметка и размена во приватните финансиски трансакции во многу земји. Уште повеќе од тоа, во некои земји, поседувањето на сметки кои се деноминирани во странски валути во банките е легално.

Сепак, парцијалната доларизација не значи само постоење на депозити во странски валути. Всушност, таа може да се однесува и на поседување обврзници кои се деноминирани во странски валути или некои други непарични средства, поседување на странска ефектива, па дури и поседување депозити во странство. Со тоа, кога зборуваме за парцијалната доларизација, всушност ги опфаќаме сите средства во економијата кои се деноминирани во валута различна од домашната, т.е. станува збор за парцијална доларизација на средствата (Calvo, 1999).

Тука, би сакале да напомене дека, кога зборуваме за парцијалната доларизација, ние зборуваме и за постоење на обврски кои се деноминирани во некоја странска валута. Имено, агентите во економијата, а заради разни причини, се задолжуваат во својата земја во некоја странска валута. Таквата појава во литературата е позната како парцијална доларизација на обврските (Calvo, 1999).

Дали и во која форма ќе се појави парцијалната доларизација во најголем дел зависи од економските, правните и институционалните прилики во една земја. Тука ќе напомене и дека парцијалната доларизација не е карактеристика која ја имаат единствено помалку развиените земји. Имено, пред воведувањето на еврото, на едно скромно ниво, дури и Грција или В. Британија се сметаа за парцијално доларизирани (Bogetic, 1999).

Во вториот облик на доларизацијата - целосната, за разлика од парцијалната, целосно напуштајќи ја својата, земјата прифатила друга национална валута да биде нејзина официјална парична единица. Иако ваквата ситуација би можеле да ја споредиме со напуштање на политиката на кој било режим на девизен курс од страна на една земја, мора да признаеме дека официјалната доларизација е екстреман случај во кој домашната валута целосно исчезнува. Токму тоа напуштање на домашната валута ѝ дава на доларизацијата еден специфичен карактер на перманентност. Тоа значи дека по нејзиното воведување не постои опција за напуштање на фиксираниот девизен курс. Се разбира дека и во услови на целосна доларизација, повторното враќање на националната валута е возможно, но во овој случај, тоа е многу подолготраен и комплексен процес, што не би можеле да го кажеме за кој било друг режим на девизен курс.

Овде, би сакале да споменеме дека во литературата можеме да сретнеме многу подвидови на овие два главни облици на доларизација. Еден таков пример е поделбата на DeNikolo et al. (2005), која се однесува на парцијалната доларизација и дефинира три типа на *де факто* доларизација. Овие видови на доларизација, всушност, се дефинирани со трите функции на парите:

- *Финансиска доларизација* (позната како супституција на средствата), каде резидентите на некоја земја своите средства или обврски ги држат во некоја странска валута;
- *Доларизација на плаќањата во земјата* (во литературата позната како валутна супституција)⁵;
- *Реална доларизација* - состојбата кога домашните цени и наемнини се индексирани на некоја странска валута.⁶

Оваа дисертација најмногу се осврнува на финансиската доларизација (супституцијата на средствата), која може да се опфати со мерење на учеството на кредитите во странска валута во однос на вкупните кредити, депозитите во странски

⁵ Дефинициите за валутната супституција и доларизацијата се разликуваат помеѓу различни автори. Најдобар преглед на употребата на овие два термина можеме да видиме кај Giovanni и Turtelboom (2002) и кај Mizen и Prentecost (1996).

⁶ Постојат истражувања кои покажуваат дека доколку економијата е високофинансиски доларизирана но не и реално доларизирана, проблемите кои би можеле да дојдат преку валутните неусогласувања, ефектите на билансите или страв од флукутирање во економијата не би постоеле или би биле минимални.

валути во вкупните депозити во банкарскиот сектор на една земја и во монетарните агрегати $M_1 \left(\frac{FCD_{it}}{M_{1it}} \right)$ и $M_2 \left(\frac{FCD_{it}}{M_{2it}} \right)$. Тука ќе напомниме дека постојат и други коефициенти за мерење на доларизацијата, како на пример, учеството на странските средства во банкарскиот систем во однос на нивото на депозитите во странски валути $\left(\frac{FORA_{it}}{FCD_{it}} \right)$, меѓутоа, за изборот на најдобриот показател мора да се изврши поединечно и темелно истражување за случајот на земјата за која ја правиме анализата.

На крајот на овој дел, би сакале доларизацијата да ја споредиме со воспоставување на монетарна унија помеѓу група земји.⁷ Иако, некои автори сакаат да ги упростат овие две појави опишувајќи ги како исти, мора да истакнеме дека тие се разликуваат. Овие разлики најдобро би можеле да ги објасниме преку анализа на тоа што значи монетарната унија. Имено, во услови на монетарната унија, земјите коишто учествуваат во неа прифатиле режим на фиксен или управувачко-флексибилен девизен курс. Со тоа, тие ги доделуваат монетарните ингеренции на една централна организација која ќе ја води монетарната политика. Најчесто, во таквата унија, една или две земји-членки се карактеризираат со значително доминантна економија и висока стабилност. Токму поради тоа, нивните девизни курсеви се користат како референтни, а тие добиваат статус на земји - номинално сидро. Сепак, без оглед на тоа што постојат доминантни земји, сите учеснички преку свои претставници во централната банка на монетарната унија имаат одредено влијание врз водењето на монетарната политика.

Така дефинирана, можеме да издвоиме две карактеристики на монетарната унија. *Прво*, економски доминантните земји ја предаваат контролата врз домашната монетарна политика во полза на монетарна унија. *Второ*, се воспоставува нова организација којашто има улога на централна банка на монетарната унија, во која сите земји-членки имаат влијание. Имајќи ги предвид овие карактеристики на монетарната унија, лесно можеме да уочиме дека не треба да ги изедначуваме монетарната унија и доларизацијата. Впрочем, во услови на доларизација/евроизација, ФЕД или ЕЦБ⁸ не ја „делат“ контролата врз својата монетарна политика. Во тој случај, ниту една земја која ќе прифати официјална или парцијална доларизација/евроизација, нема свој претставник во управувањето на политиките во рамките на овие две централни банки.

⁷ Како што е Европската монетарна унија.

⁸ ФЕД - Централната банка на Соединетите Американски Држави, ЕЦБ - Централната банка на земјите од еврозоната.

Дополнително на тоа, секоја специфична економска состојба во земјата која е доларизирана/евроизирана нема да влијае врз одлуките на овие две централни банки. Имено, целта на доларизацијата е токму присвојување на моменталната монетарна политика, а со тоа и ценовната стабилност и довербата која таа ја носи со себе. Понатаму, доларизацијата/евроизација нема да влијае врз создавањето на нова монетарна власт (централна банка). ФЕД и ЕЦБ и натаму ја имаат улогата на единствена монетарна власт која е одговорна за имплементација на монетарната политика на доларот и еврото.

Разликите коишто произлегуваат од природата на монетарната унија и доларизацијата, не значи дека тие имаат спротивни цели. Впрочем, во секоја земја, сите политики се водат индивидуално, но со исти цели. Секоја економија бара оптимален сет на макроекономски политики со кои би постигнала поголема благосостојба. Во продолжение на овој дел од трудот, ќе ги прикажеме ефектите на доларизацијат врз макроекономските политики.

1.2 Макроекономските политики и доларизацијата

1.2.1 Фискална политика

Денес, речиси да нема економист кој не е запознаен со причините за настанување на големата финансиска криза во 2007 година. Исто така, заради обемноста на литературата која се занимава со неа, би можеме да насетиме дека постои консензус околу клучните фактори коишто влијаат оваа криза да се задржи толку долготрајно во светската економија.

Ова особено доаѓа до израз кога се зборува за европската должничка криза. На европското тло, при ерупцијата на кризата во периодот од 2008-2012 година, стана јасно дека нејзините корени треба да се бараат во водењето на фискалната политика (Buti и Carnot, 2013). Не само во овој период туку и пред настанувањето на кризата, некои економисти предупредуваа за недостатоците во земјите од Европската Монетарна Унија (Wyplosz, 2005; Gali и Perotti, 2003; Pisani-Ferry, 2002; Buti и Noord, 2004).

„Денес нема сомнеж дека во своите први десет години од постоење, еврозоната страдеше од недостаток на фискална дисциплина. Со тоа веќе е јасно дека добрите времиња за постигнување на одржливост на јавните финансии се потрошени. Таквата политика резултираше со нарушување и на правилата за водење на фискалната политика, со кои можеме да кажеме дека во почетокот се постигна одреден степен на доверба (Schuknechtetal, 2011).“

„Уште во 1980 година, еврозоната беше замислена како одговор на трилемата на Mundell. Со неа се тврдеше дека е невозможно една земја да има слободен тек на капиталот, стабилен девизен курс и независна монетарна политика. Денес, по дваесет години од неговото постоење, еврото се соочува со нова трилема помеѓу недостатокот на заедничка одговорност за јавниот долг, постоење на немонетарно правило за негово финансирање и јасна дистинкција на националниот карактер на банкарските системи во земјите од еврозоната (Pisani-Ferry 2012).“

Оваа невозможна трилема ја прави еврозоната многу ранлива, заради тоа што секој негативен шок на страна на солвентноста на една земјачленка директно влијае и врз солвентноста на банкарските системи. Овој негативен шок ќе има уште поголемо влијание, ако се има предвид дека во овие земји монетарната власт не е во можност да ја кредитира централната власт. И, исто како и кај старата трилема, прашањето е кое од овие три ограничувања ќе биде елиминирано.

Оттука, и последните преговори на носителите на макроекономските политики во рамките на еврозоната се интензивирани околу давањето на одговор на тоа прашање. Главно, во академските кругови, е постигнат своевиден консензус околу три главни препораки⁹: (1) давање поголеми ингеренции и мандат на Европската централна банка, (2) воспоставување банкарска федерација во рамките на еврозоната и (3) обезбедување на фискална унија, која би имала единствени инструменти за задолжување (обврзници).

Како што можеме да видиме, целокупната дилема околу предизвиците со кои се соочуваат земјите коишто делат една валута, произлегува од нивото на интегрираност

⁹ На овие три главни препораки претходеа бројни анализи и сугестии. Повеќето од нив би можеле да ги сублимираме во следниве три процеси: (1) носење план за враќање на стабилноста на банкарскиот сектор; (2) резолуција за должничката криза, која ќе вклучува и ревизија на начинот на помош од страна на ЕУ, и; (3) намалување на долгот на Грција во координација со стратегија за зголемување на конкурентноста и растот, Darvas, Piasni-Ferry и Sapir (2011).

на економиите во кои се наоѓаат тие. Имено, сè додека постојат некоординирани политики во рамките на една валутна зона, веројатноста да настане финансиска криза ќе биде голема.

Она што во овој дел од трудот ќе го презентираме е, всушност, влијанието на доларизацијата во поттикнувањето на реформите во фискалниот сектор на една земја. Впрочем, во следниот дел од трудот, преку еден прост модел, сите ефекти од доларизацијата ќе бидат анализирани многу подетално. Имено, во теориската разработка на влијанието на доларизацијата во една економија, се анализира влијанието на овој феномен врз елиминирањето на инфлацијата во земјата. Во него, помеѓу преостанатото, ќе презентираме и на кој начин доларизацијата би влијаела врз намалувањето на каматните стапки до нивото на меѓународните пазари на капитал. Токму тие пониски каматни стапки за земјата би значеле и пониски трошоци за сервисирање на долгот.

Следниот ефект кој доларизацијата би го имала врз економијата е присилување на фискалната власт да се однесува многу поодговорно, заради тоа што повеќе нема можност да го ползува инфлацискиот данок. Токму овој ефект е клучниот во распространувањето на доларизацијата. Неможноста на централните банки да го монетизираат долгот на државите, ќе ја натера фискалната власт да го намали буџетскиот дефицит. Со тоа, во услови на доларизација, кога не постои никаква можност за избегнување на банкротот од неодговорно однесување, фискалната власт, која е свесна за трошоците на таквата финансиска состојба, ќе води политика која на крајот резултира со фискална консолидација (Devries, Guajardo, Leigh и Pescatori, 2011; Guichard, Kennedy, Wurzel и Andre, 2007; Caselli, 2001; Perotti, 1996).

Тука би сакале да ги искоментираме можните сценарија за однесувањето на носителите на фискалната власт во услови на доларизирана економија. Имено, заради елиминирањето на инфлацискиот данок¹⁰, фискалната власт ќе мора да ги зголеми другите даноци за да ги исполни своите буџетски планови. Токму тоа зголемување на даноците ќе влијае врз нарушување на економските односи во целата економија, правејќи притисок врз фискалната власт за да се откаже од расходите планирани во

¹⁰ Ова сценарио важи само ако инфлацискиот данок е важен како извор на финансирање на буџетот. Притоа само во услови на високи стапки на инфлација, доларизацијата ќе ги намали приходите на владата. Во земјите кои имале или имаат ниска инфлација, овој е ефект ќе биде слаб.

буџетот. Тоа, пак, повторно води до фискална консолидација.¹¹ На овој начин, доларизацијата би требало да биде решение за постигнување на т.н. интертемпорален балансиран буџет.¹²

Меѓутоа, ова е силно поврзано со поривот и бенефициите кои носителите на фискалната власт ги добиваат преку обезбедување средства за тие дополнителни трошоци. Сè додека сите агенти што се занимаваат со политика, без оглед на тоа дали ја управуваат или, пак, се претенденти за тоа, мора да остварат консензус околу тоа кои трошоци се поголеми: трошоците на инфлацијата или банкротот на државата, во неа ќе има висок степен на неизвесност. Оттука, доларизацијата ќе има позитивно влијание врз постигнување на интертемпорален балансиран буџет, само кога во јавноста постои убедување дека трошоците за банкрот на државата се повисоки од инфлациските трошоци.

Со други зборови, без оглед на тоа каков режим на девизен курс има земјата, властите во неа ќе мора да пронајдат начин за да „одолеат“ на притисокот за монетарна експанзија за финансирање на долгот на владата. Имено, дури и кај најригидниот режим, во услови на валутниот одбор, властите во земјите имаат можност да прибегнуваат кон неконтролирано буџетско трошење.¹³ Во такви услови, литературата дава неколку препораки за успешно спроведување на овој режим. *Прво*, да се „аутсорсира“ управувањето на бордот (Hanke, Jonung и Schuler, 1993), и, *второ*, како еден екстрем, да се внесе член во уставот на земјата за гарантирано стопроцентна покриеност на паричната маса. Токму овие препораки можат да се исполнат преку доларизацијата.

1.2.2 Монетарна политика

Во претходниот дел ги видовме главните предности во процесот на водењето на фискалната политика од воведувањето на доларизацијата во една земја. Во него, преку елиминирањето на инфлацискиот данок, а како резултат на недостатокот од можноста за монетизирање на јавниот долг и преку намалувањето на каматната стапка за

¹¹ Примери кои го докажуваат тоа можеме да најдеме во случајот на Cook Islands, во трудот на Burdekin (2008), Solomon Islands во трудот на Ducan (2002), и East Timor во трудот на IMF (2005).

¹² Со таков пристап на буџетот, неизвесноста и недовербата на агентите кон фискалната власт во економијата ќе се намалат.

¹³ Постојат многубројни примери, но најзначаен е оној на Аргентина во текот на 90-тите години на минатиот век.

сервисирање на долгот, доларизацијата успева да постигне консолидација на фискалниот буџет.

Во овој дел, би сакале да ги истакнеме предностите кои доларизацијата ги носи во процесот на водењето на монетарната политика. Имено, бидејќи доларизацијата значи елиминирање на монетарната политика, дали тоа за една земја е поволно или, пак, носи негативни последици?! Конечно, ако имаме предвид дека монетарните политики се насочени, меѓу другото, и кон флукуациите и режимот на девизниот курс, во овој дел ќе анализираме дали овој режим на девизен курс - доларизацијата, е поволен за земјите.

Девизниот курс се смета за најважната цена во малите отворени економии (Kenen, 1994). Постојат добри причини, кои се поврзани со структурата на економијата и нејзината трговска позиција, тој да биде и фиксен и флексибилен. Оттука, одлуките кои се поврзани со изборот на идниот режим на девизен курс, мора да бидат логични и конзистентни. Носителите на политиките имаат можност да изберат бројни критериуми за избор на најпогодниот режим на девизен курс (Visser, 2000). Frankel et al. (1998) истакнуваат дека изборот зависи од три главни фактори: структурните карактеристики на економијата, потребата за засилување на довербата кон монетарната политика и постоењето на регионален договор за соработка. Од друга страна, пак, Hallowood и MacDonald (2000) наведуваат пет фактори коишто влијаат врз изборот на режимот на девизен курс: големината на земјата, степенот на отвореност, степенот на финансиска интегрираност, стапката на инфлација во споредба со просекот во светот и нејзината трговска позиција.

Кога се анализира доларизацијата во една економија, многу повеќе се посветува внимание на ефектите кои таа ги има врз монетарната политика во таа земја. Дали таквиот режим влијае врз подобрување на структурните карактеристики на економијата, засилување на довербата кон монетарната политика, степенот на отвореност и финансиска интегрираност и стапката на инфлација во земјата? Впрочем, во сите епизоди од финансиски кризи кои досега ни се познати, едно од главните прашања кои се поставуваат е врската помеѓу внатрешните недостатоци на режимот на девизен курс (фиксен или флексибилен) и ненадејните агрегатни шокови. Ваквата врска многу поинтензивно се анализира во контекст на брзорастечката глобална финансиска интеграција. Во рамките на тој процес, постојано се одвива дебатата за тоа дали

„тврдите“ фиксни девизни курсеви (валутен одбор или доларизација) или флукутирачкиот девизен курс носат повеќе корист за земјите. Сепак, околу едно постои консензус:

„Сите девизни курсеви кои се наоѓаат помеѓу тврдите фиксни девизни курсеви и флексибилните девизни курсеви не се одржливи на долг рок“ (Levy-Yeyati и Sturzenegger, 2001).

Глобалната економска криза повторно го врати помалку заборавеното прашање околу структурата на меѓународниот монетарен систем. Впрочем, годините во минатата декада беа исполнети со брза глобализација и финансиска интеграција, кои во услови кога сите земји бележеа високи стапки на економски раст никому не пречеа. Прашањето за тоа, дали постојниот меѓународен монетарен систем е „добар“ низ историјата се поставувало единствено во услови кога економиите доживувале негативни стапки на раст. Таков бил случајот со напуштањето на Златниот стандард и Бретонвудскиот договор, таков е случајот и во Глобалната финансиска криза во текот на втората декада на 2000-та година.

Прашањето кое се поставува е: Зошто токму во овој миг (2010-2013), меѓународните монетарни дискусии добија на интензитет. Еден одговор може да биде тоа што носителите на економските политики тешко можат да се помират со постоењето на непријатната дилема, со која се соочуваат кога ја формираат структурата на меѓународните финансии. Имено, оваа дилема не е воопшто нова. Спротивно на тоа, истата таа се наоѓа под перото на економистите во последните сто години. Меѓутоа, силниот економски раст и многу среќа ги натераа главните носители на одлуките да ја занемарат нејзината важност.

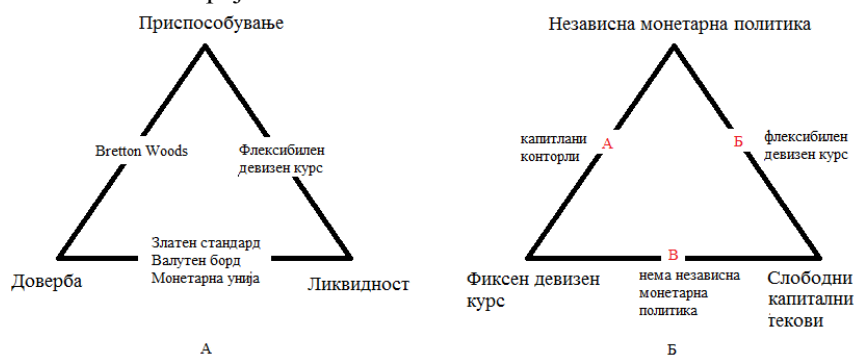
Основите на дилемата може да се разберат преку заклучоците со кои излезе BellagioGroup¹⁴ во 1960 година. Според нив, изборот на меѓународниот монетарен систем во рамките на светот треба да се сведе на напорот да се обезбеди *приспособување (adjustment)*, *доверба (confidence)* и *ликвидност (liquidity)*, (Слика 1.1., А). Суштината зад ваквиот заклучок е дека една земја мора да воспостави

¹⁴ Група на триесетте, уште позната како Г-30 е група формирана од водечките финансиери и академски економисти која има за цел појаснување на финансиите и резултатите од макроекономските политики. Во нивниот домен се наоѓаат девизниот курс, валутите, меѓународните пазари на капитал, меѓународните финансиски пазари, централните банки и супервизијата на финансиските услуги и слично.

макроекономски политики кои ќе имаат способност да воспостават стабилизациони (контрациклични) мерки. Тие политики, исто така, мора да имаат способност да го штитат режимот на девизен курс од евентуалните шпекулативни напади, вклучувајќи ги и големите турбуленции во услови на валутните кризи. На крајот, заради финансирање на трговијата, во таа земја мора да има мобилност на краткорочниот капитал.

На сликата има приказ на т.н. невозможно тројство (Слика 1.1. Б), кое упатува на изборот кој земјите мораат да го направат кога одбираат каков режим на девизен курс ќе имаат. Ова тројство е невозможно заради тоа што економските сили не дозволуваат земјите во исто време да имаат стабилност на девизниот курс (А или В), целосна финансиска интеграција (Б или В) и монетарна независност (А или Б). Впрочем, тие ќе мора да одберат една од трите алтернативи - трилема. На пример, земјата која има чисто флукутирачки девизен курс може да има независна монетарна политика и високо ниво на финансиска интеграција, доколку прифати нестабилност на девизниот курс (каков што е случајот со САД). Исто така, една земја која има воспоставено капитални контроли успева да одржи стабилен девизен курс и независна монетарна политика, но не е интегрирана со глобалниот финансиски и пазар на капитал.

Слика број 1.1. Невозможно тројство



Извор: Адаптирано од *International financial architecture*, Jeffrey A. Frankel, *BrookingsPolicy Briefno.51, june 1999*.

Краток поглед низ историјата покажува дека меѓународниот монетарен систем тешко може да ги има сите три карактеристики. Во основа, тоа е вистина заради постоењето на заканата од шпекулација на валутите. Токму заради тоа, во однос на монетарниот систем во светот постои ограничен избор на режими на девизен курс.

Имено, за секој од одбраниот режим постојат многу фактори кои ја ограничуваат стабилноста на тој систем.

Како што можеме да видиме на сликата со број 1.1. А, во минатото сите три комбинации на карактеристики на монетарниот систем се испробани.

1. *Доверба.* Да претпоставиме дека земјата не може да прифати нестабилна валута, која ќе ја менува својата вредност во зависност од очекувањата на инвеститорите¹⁵. Заради тоа, се очекува носителите на макроекономските политики да воспостават фиксен режим на девизниот курс. Меѓутоа, доколку истовремено земјата се обиде да воспостави и *ликвидност* преку неограничена капитална мобилност, таа ризикува да биде предмет на силни шпекулативни напади, секогаш кога економските агенти очекуваат девалвација. Токму заради тоа, таа мора да одлучи: или, ќе ги оневозможи сите можности за идни флукуации на девизниот курс, преку воведување на валутен борд или приклучувајќи се на монетарна унија; или, ќе ја ограничи капиталната мобилност. Во историјата има бројни примери на овие две алтернативи. На пример, во меѓувоениот период можеме да најдеме докази дека шпекулативните напади навистина водат до дестабилизација, рушејќи го Златниот стандард и воведувајќи го Бретон-Вудс, како одговор на барањата за доверба, Eichengreen (1998). Меѓутоа, во посткејнзијанската ера, пак, се бараше и приспособување. Заради тоа, во првите години Бретонвудскиот договор се базираше на капиталните контроли. Подоцна, сведоци сме дека овие контроли ослабеа, резултирајќи со „ригидификација“ на системот¹⁶.
2. *Приспособување.* Во овој случај ќе претпоставиме дека приоритет на владата на една земја е да воспостави макроекономски политики со кои ќе има можност да влијае контрациклично. Меѓутоа, доколку ваквата определба на земјата е придружена со висока капитална мобилност, таа ризикува да доживее големи капитални одливи/стопирања тогаш кога економските агенти ќе почувствуваат дека монетарната политика ќе е претерано експанзивна. Оттука, една влада која инсистира на можноста за приспособување на економијата ќе мора да се откаже

¹⁵ Во последните години промените на вредноста на валутите ги детерминираат одлуките на hedge фондовите.

¹⁶ Во еден таков систем речиси да не постојеја промени на паритетите на девизните курсеви.

од *довербата* и да воспостави флексибилен девизен курс со што е подготвена на големи флукуации; или да ја ограничи капиталната мобилност. Така, во 30-тите години на минатиот век, напорите на некои влади да ја ублажат рецесијата и колапсот на банките беа принудени да ги симнат капиталните контроли. Слична ситуација имало и во 70-тите години на минатиот век, кога заради дивергентните макроекономски политики Бретонвудскиот договор се раскина.

3. *Ликвидност*. Слично како во комбинацијата на претходните две и оваа карактеристика мора да биде комбинирана со некоја од нив, притоа исклучувајќи една за сметка на другата. Имено, доколку земјата одбрала слободно движење на капиталот, таа мора да одбере помеѓу „тврда“ фиксен девизен курс (валутен борд или монетарна унија), или чисто флукуирање на истиот.

Токму во рамките на овие алтернативи се наоѓаат земјите денес. Големите развиени економии како САД и земјите од еврозоната, одбрале да водат политики кои ќе ги задоволат критериумите за приспособување и ликвидност, без да внимаваат на довербата. Со тоа нивните приоритети не се насочени кон флукуациите кои се случуваат на девизниот курс. Тие можат да го дозволат тоа бидејќи имаат мала стапка на трговска размена во однос на БДП, незначителен износ на долг деноминиран во странска валута и уживаат силна доверба за нивната економска стабилност од страна на економските агенти. Ваква политика би можеле да забележимо и кај некои помали развиени економии како онаа на В. Британија или Австралија.

Од друга страна, пак, за земјите во развој оваа комбинација воопшто не е погодна. Главната причина за тоа е токму постоењето на големи износи на долг деноминиран во странска валута - финансиска доларизација. Имено, флексибилноста на девизниот курс заедно со независна монетарна политика и слободно движење на капиталот за малите финансиски пазари би можеле да донесат флукуации со кои тие не би можеле да се справат. Покрај тоа, во овие економии ризикот од зголемување на стапката на инфлација како последица на големи нерамнотежи на реалниот девизен курс е многу висок. Ваквата структура на малите економии ја прави неприфатлива комбинацијата на триаголникот во која се вклучува флексибилниот девизен курс.

Изборот помеѓу флексибилен и фиксен девизен курс е клучно прашање во дебатата поврзана со меѓународните финансии (Collignon et al., 1999). Ова особено доби на значење со истакнувањето на разликата помеѓу развиените и земјите во развој. И покрај тоа што постојат одредени препораки кои би требало земјите да ги следат, едно е сигурно: „не постои единствено решение за сите земји“ (Mundell, 1961) и McKinnon, 1963).

Постојат автори кои истакнуваат дека оптималното управување на девизниот курс зависи од постојниот социо-економски и институционален сет, социјалните и економските цели на носителите на политиките, изворите на економските шокови, трговската политика, меѓународните договори за финансиска соработка и структурата на економијата (Rusidy и Islam, 2007; Frankel et al., 1991; Hallwood и MacDonald, 2000; Mussa et al., 2000; Arrow et al., 2003). Тие тврдат дека изборот на режимот на девизен курс е само нормативно-социјален проблем.

Меѓутоа, за потребите на овој труд, ние ќе се задржиме на изборот на оној девизен курс што овозможува поголема дисциплина врз „лабавата“ монетарна политика и високите буџетски расходи. Оттука, Krugman (1979) истакнува дека фиксниот девизен курс воспоставува силна врска помеѓу фискалната и монетарната политика. Исто така, познати се примери во кои земјите кои го прифатиле фиксниот девизен курс бележат раст на БДП, голема експанзија на производството во неизменливите стоки, контракција на производството во секторот на изменливи стоки, влошување на тековната сметка, пораст на реалните плати, намалување на невработеноста, силна апрецијација на релативните цени на неизменливите стоки и експанзија на пазарот на недвижности (Rebelo, 1997; Vegh, 1992).

Прегледот низ историјата нè наведува на заклучокот дека повеќето земји во развој, без оглед на режимот кој го објавуваат, преферираат стабилно движење на својот девизен курс. Со тоа, тие сметаат дека полесно можат да ги постигнат целите на монетарната политика. Знаеме дека крајната цел на секоја централна банка е да ја одржи стапката на инфлација на умерено ниво. Меѓутоа, постои група автори кои истражуваат дали приматот на носителите на монетарната политика во земјите во развој е стабилен (фиксен) девизен курс или нивото на стапката на инфлација.

Овие автори ја анализираат употребата на два инструмента на монетарната политика – политиката на каматните стапки и интервенциите на девизниот пазар – заради одржување на ниско ниво на инфлација и елиминирање на варијациите од среднорочната мултилатерална¹⁷ – конзистентна вредност на девизниот курс во земјите во развој. Ваквата анализа има за цел да покаже дали една земја која се обврзала на режимот на фиксен девизен курс е подготвена него да го одбрани без оглед на економските услови во земјата. Оттука, неретко можеме да сретнеме аргументи за тоа дека усвојувањето на овие два инструмента на монетарната политика може да влијае врз довербата кон неа.

Игнорирањето на промените на девизниот курс за сметка на нивото на инфлацијата, во една економија која има значителни валутни нерамнотежи, силен трансмисионен канал на девизниот курс и инфлацијата и ограничена меѓусекторска факторска мобилност, на многу примери се докажало како неоправдано. Во тој контекст, во земјите во развој со лимитирана интегрираност на глобалните финансиски пазари и мал износ на средства деноминирани во домашни валути, потребата за интервенции на девизните пазари е многу голема (Ostry et al., 2012). Овие автори покажуваат дека големите девијации на реалниот девизен курс од неговата очекувана¹⁸ вредност носат високи трошоци за економијата (на пример, Холандската болест, ефектите на билансите на состојба како резултат на високите стапки на финансиската доларизација, итн.). Со тоа, сакаат да истакнат дека секоја централна банка на земјите во развој мора да се грижи за стабилноста на девизниот курс над стапката на инфлација.

Имено, последната криза во периодот од 2007-2012 година, покажа дека носителите на монетарната политика мораа да управуваат со инструментите кои им се на располагање, без притоа инфлацијата да биде најголемата грижа. Тие мораа да вложуваат напори со кои ќе обезбедат стабилен раст на економијата, а тоа значеше дека во рамките на инструментите кои им стојат на располагање нема да се користи само политиката на каматните стапки. Оттука, и особено со последната криза, стана јасно дека во земјите во развој кои имаат значителни билансни нерамнотежи не смее да се занемарат промените на девизниот курс.

¹⁷ Девизен курс на домашната валута во однос на повеќе други валути на земјите кои се главни трговски партнери – номинален ефективен девизен курс.

¹⁸ Изразена преку очекуваните промени на номиналниот девизен курс и цените на мало во земјата.

Во литературата постојат бројни истражувања кои ја тестираат улогата на инструментите на монетарната политика во земјите. Едни покажуваат дека и покрај тоа што земјите прифатиле стратегија на таргетирање на инфлацијата, тие во функцијата на реакцијата на каматната стапка (Тејлоровото правило) го вклучуваат и девизниот курс (Mohanty и Klau, 2005 и Aizenman et al., 2011).

Garcia et al. (2011), презентираат модел на хибридни режими на таргетирање на инфлацијата. Нивните симулации го поддржуваат заклучокот дека финансиски стабилните (развиени) земји многу малку можат да извлечат корист од вклучувањето на девизниот курс во нивната функција на реакција на каматната стапка. Меѓутоа, во земјите кои се финансиски нестабилни, земјите во развој, вклучувањето на девизниот курс е повеќе од корисно. Оттука, и резултатите во истражувањата на оваа тема се очекувани. Имено, централните банки на земјите во развој реагираат на промените на реалните девизни курсеви над и повеќе од кој било импакт на очекуваната инфлација (Ostry et al., 2012).

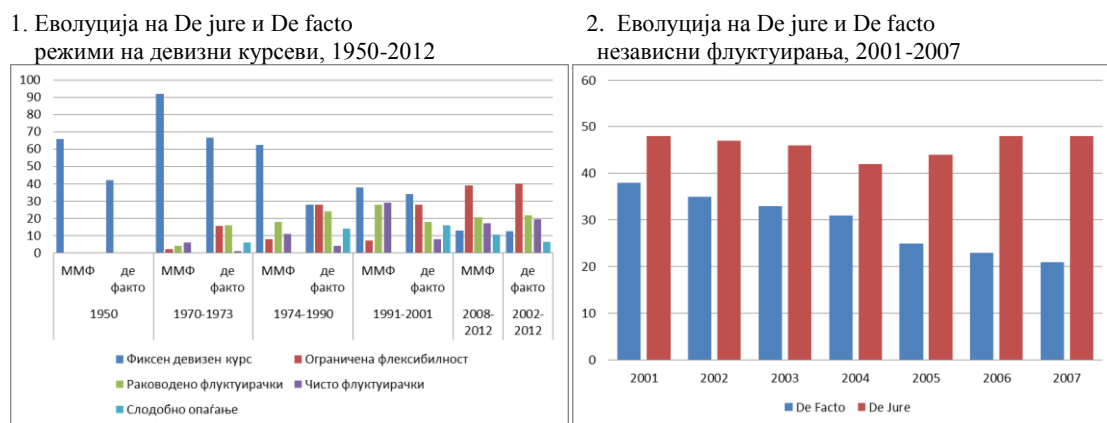
Во рамките на овие истражувања се донесени повеќе заклучоци. Меѓутоа, она што нас нè интересира и е поврзано со темата на овој труд е еден специфичен помеѓу нив. Имено, овие студии покажуваат дека флексибилноста која ја нуди активната политика на девизен курс не е без последици. Токму можноста за занемарување на неговата стабилност за сметка на инфлацијата многу лесно ја нарушува довербата кон таквата определба. Така, заради тоа што централните банки се обврзуваат на двете политики, стабилен девизен курс и ниска стапка на инфлација, економските агенти би можеле да се сомневаат пред сè во одржувањето на обврската за режимот на девизниот курс.

Во реалноста, малку земји имаат чисто флукуирачки девизен курс. Брзиот пораст на пазарите на капитал придонесе за значително зголемување на големината на меѓународните капитални текови. Низ историјата се покажало дека овие текови се многу променливи. Променливоста на капиталните текови во услови на флексибилен девизен курс значи променливост и на девизниот курс. Овие промени ги менуваат релативните цени во економијата заради што реалната економска активност во земјата може да биде попречена.

Calvo и Reinhart (2002), избегнувањето на пазарно формирање на девизниот курс од страна на земјите го именуваа како „страв од флукутирање“ (fear of floating). Во нивните истражувања, тие истакнуваат неколку фактори коишто влијаат врз овој страв. Во нив, покрај претходно споменатиот се истакнуваат и: нивото на долг деноминиран во странска валута, висока поврзаност на инфлацијата и девизниот курс и негативното влијание на флукуацијата на девизниот курс врз кредитниот пазар во земјата. Како поддршка на ова тврдење, тие направиле емпириска анализа со споредба на режимот на девизен курс кој земјите официјално го декларираат и вистинското однесување на режимот на девизен курс. Со тоа истражување, тие покажуваат дека земјите кои всушност се декларираат дека имаат флукутирачки девизен курс, тоа го немаат.

Употребата на режимот на девизни курсеви во управувањето на економските движења би можеле да ја прикажеме и со анализа на режимите во текот на времето. Имено, во литературата се познати два начина на прикажување на режимите на девизни курсеви на земјите. Едниот ги опфаќа официјалните „de jure“ политики, а другиот „de facto“ однесувањето. Официјалните политики се опфатени со извештаите објавени од ММФ, додека за анализа на вистинското однесување на земјите постојат три пристапи: Levy-Yeyati и Sturzenegger (2003), Reinhart и Rogoff (2004) и Shambaugh (2004).

Графикон 1.1. Еволуција на режимите на девизните курсеви, 1950-2012 година



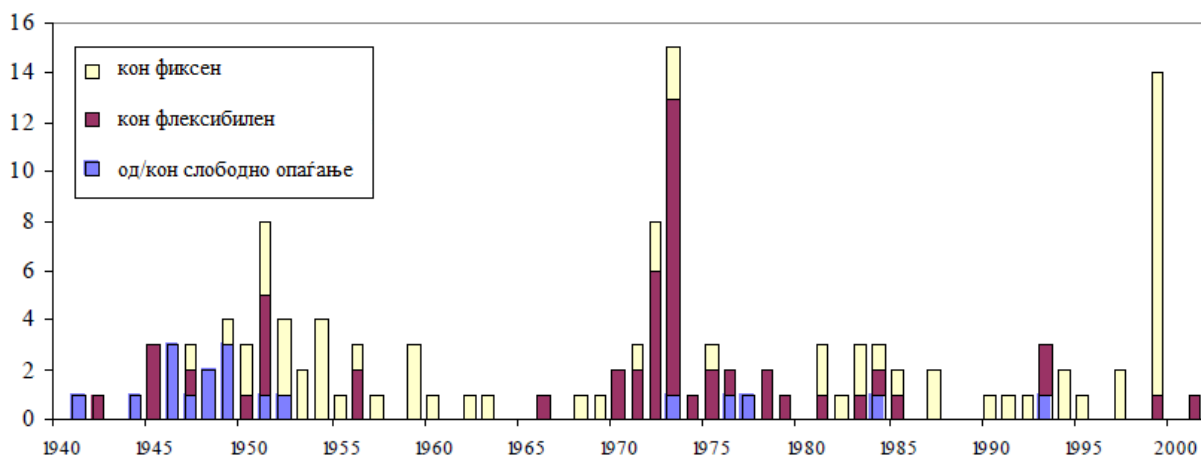
Извор: Staff reports u Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions database, ММФ, разни публикации.

Сите три системи на анализа на „de facto“ однесувањето на земјите имаат една заедничка карактеристика: „...„de jure“ класификацијата во текот на целото време на мерење на режимите на девизни курсеви не се почитува од носителите на политиките...“. Така, кај повеќето земји кои објавиле дека ќе водат флукутирачки

режим на девизен курс, можеме да забележиме дека интервенираат, сè со цел да го ублажат движењето на девизниот курс. Таквото однесување веќе го објаснивме преку феноменот на „страв од флукутирање“ (Calvo и Reinhart, 2002).

Анализата покажува дека во периодот по пропаѓањето на Бретонвудскиот систем и покрај тоа што економиите пријавиле дека нема да интервенираат на девизниот пазар заради влијаење врз движењето на девизниот курс, тие „de facto“ водат политика на раководено-флукутирачки курсеви. Сепак, она што можеме да го заклучиме е дека бројот на земји кои вистински водат режим на фиксен девизен курс се намалува, а тоа особено е видно во периодот по 90-тите години на минатиот век, кога забрзано започнува процесот на финансиската либерализација на земјите. Меѓутоа, останува вистината дека многу мал број на земји дозволуваат целосна пазарна слобода во формирањето на паритетот на девизниот курс.

Графикон 1.2. Промени на De facto девизниот курс, 1941-2001 година



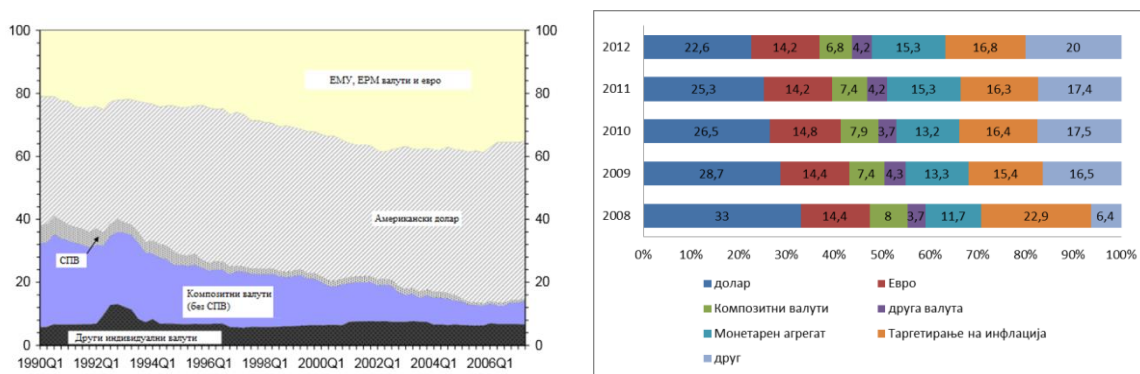
Извор: Reinhart and Rogoff (2004) и ММФ, разни публикации.

Причините за ваквата политика би можеле да ги опфатиме во два фактора. Прво, заради силниот трансмисионен канал помеѓу девизниот курс и инфлацијата, управувањето на девизниот курс станува координатор на ценовните очекувања. Заради тоа и земјите чувствуваат дополнителен притисок за одржување на стабилен курс. Второ, водењето на политика на стабилен девизен курс привидно ги намалува трошоците за позајмување, а со тоа го зголемува поривот за преземање на финансиски ризици во земјата. Учеството на средствата деноминирани во странски валути, уште повеќе го засилува стравот од флукутирање. Дополнително на тоа, во процесот на

одбрана на девизниот курс, земјите завршуваат со неурамнотежен девизен курс, кој всушност беше основата на стабилноста во економијата.

Токму висината на средствата деноминирани во странски валути, како и валутата во која тие се индексирани, определува каква стратегија ќе има централната банка на една земја. Имајќи предвид дека во процесот на финансиска либерализација земјите од САД и еврозоната ја имаа доминантната улога, лесно ќе предвидиме дека најголемиот број земји токму кон овие валути (долар и евро) водат политика на стабилен девизен курс на националните валути.

Графикон 1.3. Монетарна политика и валута кон која земјите водат фиксен девизен курс, 1990-2012 година



Извор: Staff reports и Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions database, ММФ, разни публикации.

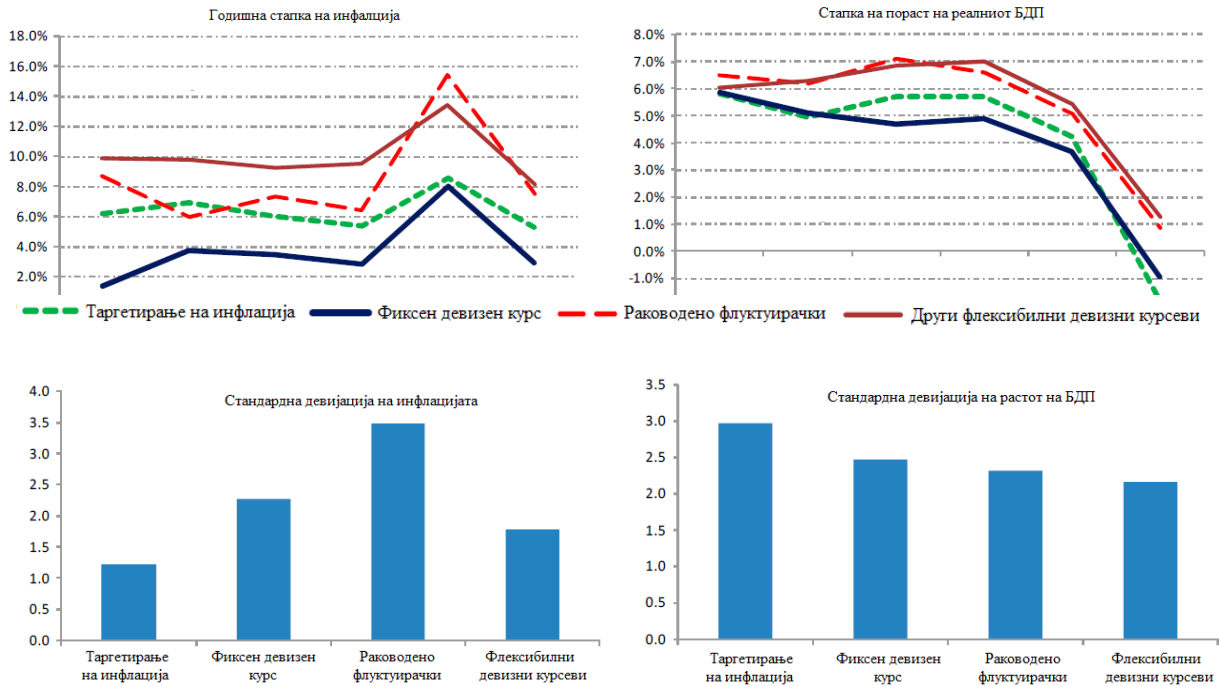
Во светлото на доказите кои се најдени во литературата, резултатите на Baxter и Stockman (1989), за непостоење на значајни разлики во бизнис-циклусите помеѓу земјите со различни режими на девизни курсеви е најдена потврда дека тоа е така заради фактот за неточните официјални историски групирања на земјите по режимите на девизни курсеви,¹⁹ Reinhart и Rogoff (2004). Така, ако направиме преглед на движењето на макроекономските индикатори кај одделните групи на земји²⁰, би можеле да забележиме дека, за време на периодот од 2004-2009 година, инфлацијата кај земјите кои го раководат движењето на девизниот курс е под просекот во однос на земјите кои водат флексибилен девизен курс. Меѓутоа, заради постоењето на силниот трансмисионен канал помеѓу курсот и домашната инфлација, динамиката на промени

¹⁹ Во нивното истражување на примерок од сите земји-членки на ММФ наоѓаат докази дека пазарно-детерминираниот девизен курс има поголема корелација (73,7%) од онаа со официјалниот девизен курс и инфлацијата.

²⁰ Класификацијата на земјите е преземена од извештаите на ММФ.

на инфлацијата е помалку изразена отколку кај другите режими. За разлика од инфлацијата, растот на економијата кај земјите со фиксен девизен курс е со помала динамика и поголема променливост во однос на другите земји.

Графикон 1.4. Движење и променливост на инфлацијата и растот на БДП, 2004-2009 година



Извор: Staff reports u Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions database, ММФ, разни публикации.

Анализата во оваа точка од трудот, покажува дека спротивно на очекувањата, во реалноста сè уште има економии кои се стремат да го одржат девизниот курс на стабилно (фиксно) ниво. Имајќи ги предвид предностите на таквиот режим на девизен курс, во продолжение ќе елаборираме дали, доларизацијата како режим на фиксен девизен курс, всушност, тие предности ги истакнува и максимизира. Исто така, преку елаборирањето на ефектите од доларизацијата, сакаме да истакнеме некои од недостатоците со кои се соочуваат земјите кои преферираат и водат режим на фиксен девизен курс, а кои таа ги решава.

1.3 Користи и трошоци од доларизацијата

Во продолжение на трудот ќе се обидеме да ги истакнеме главните аналитички аспекти поврзани со доларизацијата и нејзините ефекти врз економијата. Тука, исто така, ќе истакнеме дека за секоја појава во економијата многу повеќе внимание се посветува на негативните ефекти кои таа ги има врз благосостојбата на една земја отколку на позитивните страни. Заради тоа, речиси секој економист прво го поставува прашањето за висината на трошоците кои еден економски феномен ги носи за земјата во која тој се појавил, за потоа нив да ги спореди со добивките од него.

Во истата насока се води и дебатата за доларизацијата. Економските теоретичари често поставуваат прашања за постоењето и висината на трошоците кои произлегуваат од одредено ниво на доларизираност на економијата за една земја и покрај тоа што во најголемиот број случаи, прифаќањето на странска силна и стабилна валута се врши врз основа на политички причини. Имајќи ја предвид потребата да се направи евалуација на позитивните и негативните страни, економистите упатуваат на тоа дека анализата на предностите и недостатоците игра многу важна улога во утврдувањето на последиците од доларизацијата.

Користите и трошоците на целосната доларизација се предмет на анализа и истражувања на многубројни автори. Еден преглед на ефектите од доларизацијата во една економија е прикажан во истражувањето на Salvatore (2003). Во него, користите кои официјалната доларизација ги носи за една земја се:

- Намалување на трошоците поврзани со размената.²¹ Оваа појава ја елаборира познатата теорија на оптимални валутни подрачја, според која постои можност за стекнување со дополнителни добивки доколку се постигне унификација на девизните курсеви, но во рамките на еден договор за слободна трговија.²² На

²¹ Levy-Yeyati и Sturzenegger (2003), истакнуваат три предности кои ги носи доларизацијата. Меѓу нив се наоѓа и намалувањето на трансакциските трошоци помеѓу земјата која ја воведува странската валута и онаа што ја издава.

²² Rose (2000) го користи моделот на стандардна гравитација (standardgravitymodel), со чија помош открива дека постои можност за остварување на значителни добивки со намалувањето на промените во девизните курсеви и трансакциските трошоци помеѓу земјите кои трговијата ја реализираат во иста валута. Слично на оваа анализа, Andrew K. Rose (2000), открива дека во случајот кога земјата има иста валута со своите трговски партнери, обемот на трговијата се зголемува драмтично, достигнувајќи и фактор 3.

примерот на банките, употреба на заедничка валута значи и намалување на резервите во странски валути.²³

- Синхронизирани стапки на инфлација и камати со оние на земјата која ја издава валутата. Како резултат на тоа, земјите можат да остварат поголеми стапки на заштеди и инвестиции.²⁴

Имено, самиот факт за елиминација на непредвидливите промени на девизниот курс, за инвеститорите значи намалување на неизвесноста и зголемување на капиталните приливи. Токму тоа повисоко ниво на доверба од страна на инвеститорите ќе влијае врз намалувањето на премиите на меѓународното задолжување, што за економијата би значело намалување на фискалните трошоци и промоција на инвестициите и растот (Berg и Borensztein, 2000).

- Отстранување на можноста за инфлациско финансирање на владите. Со ова се зголемува фискалната дисциплина, а се унапредува и транспарентноста на нејзиното работење. Носителите на извршната власт се оддалечуваат од можностите на злоупотреба на приходите од сењоражот. Со тоа, даночната стапка станува единствената алатка за генерирање на буџетски приходи. Конечно, владите во овие земји се изложени на поголема контрола од јавноста.
- Продлабочување на финансиската интеграција со остатокот на светот преку постоењето на еднаков третман на странските банки со домашните. Со тоа директно се влијае врз развојот на финансискиот сектор.

Аргументите поврзани со ова тврдење истакнуваат дека во случајот кога една земја е доларизирана нејзината финансиска ранливост, предизвикана од променливоста на реалните каматни стапки и реалниот девизен курс, ќе биде намалена. Намалената финансиска ранливост ќе влијае врз намалувањето на кредитниот ризик на целата економија, а со тоа и врз поголем развој на финансискиот сектор.

На овие користи можеме да ја надоврземе и поголемата отпорност на валутните и платно-билансните кризи на земјите кои се доларизирани (Echingreen, 2000). Овие кризи инаку би ги зголемиле ризиците за банкрот на земјите и би донеле многу скапи

²³ На случајот на Панама, Moreno-Villalaz (1999) покажуваат дека банките држат 5 проценти помалку резерви отколку во случајот без доларизација.

²⁴ Engel и Rose (2002) и Edwards и Magendzo (2001), покажуваат дека економиите кои се официјално доларизирани имаат значително пониска стапка на инфлација отколку земјите со независна монетарна политика. Во тој контекст, Pagado и Velasco (2002), како и Broda (2001), истакнуваат дека земјите кои водат режим на фиксен девизен курс имаат тешкотии во справувањето со надворешните шокови, а како резултат на тоа и се соочуваат со пониски стапки на економски раст.

шпекулативни напади врз неа. Имено, во случајот кога не постои домашната валута, не постои ниту можноста за нејзини големи депрецијации, а со тоа нема да се појават ниту ненадејните капитални одливи кои се мотивирани до стравот за девалвација. Но, доколку внимателно ги анализираме претходните четири предности, лесно можеме да го потврдиме и ова претходно споменатото, без притоа да го истакнуваме како посебна предност.

Овие користи, како што спомнавме погоре, најчесто се поврзуваат со официјалната или целосната доларизација, иако секој лесно може да препознае дека тие, но во помала мера, ќе се однесуваат и на неофицијалната, парцијалната доларизација. Во продолжение ќе ги споменеме и користите кои се однесуваат токму за неа.

- Во услови на високи стапки на инфлација, агентите во економијата ги заштитуваат реалните вредности на своите средства токму преку доларизацијата. Во таа насока, во земјата дури и да не е дозволено да се чуваат депозити во странски валути, агентите ќе ги поседуваат таквите валути, чувајќи ги „под перница“, или испраќајќи ги надвор од земјата (т.н. англ. „capital flight“). Со тоа, доколку властите дозволат поседување депозити во странски валути, многу веројатно ќе влијаат врз зголемување на финансиската интермедијација и вкупната диверзификација, слично како кај официјалната доларизација.
- Дозволувајќи ја парцијалната доларизација, земјата ги привлекува странските банки. Тие со себе ќе донесат дополнителни средства и нови финансиски производи, кои на крајот би резултирале со развој на финансиската структура и пораст на девизните резерви во земјата.

Сепак, доларизацијата не носи само користи. Покрај добрите страни, доларизацијата за земјите носи и одредени трошоци, кои ги наведуваме според Levy-Yeyati и Sturzenegger (2003), но тие се сретнуваат и кај поголемиот дел од авторите кои го истражуваат овој феномен:

- Замената на домашната валута при целосната доларизација на земјата со онаа на некоја друга економија, значи откажување од сењоражот.²⁵

²⁵ Levy-Yeyati и Sturzenegger (2003) направиле проценка дека загубата која ја носи откажувањето од сењоражот, за една земја која има 3 проценти на раст на економијата и 2 процента на стапка на инфлација, е близу 24 проценти од нејзиниот БДП. Исто така, Schmitt-Grohe и Urbe (1999), покажуваат

- Во земјите кои се официјално доларизирани, централните банки немаат контрола врз монетарната и политиката на девизниот курс. Оттука, монетарната политика целосно ја води некоја друга монетарна власт. Со тоа, земјата се соочува со истиот девизен курс и монетарна политика како оние на земјата чија валута ја користи.
- Централната банка ја губи улогата на позајмувач во крајна инстанца. Таквата позиција на банката значи дека во иднина, во неповолни финансиски услови, таа нема да биде во можност да спроведува пакети за спасување на банките во домашниот банкарски сектор.

Тука, како фактор кој оди против прифаќањето на странска валута од страна на една земја, би можеле да го додадеме и фактот дека слабата домашна валута претставува заштита против странската конкуренција (Hinds, 2006). Но, спроведувањето на политиката на потценување на домашната валута²⁶ заради зголемување на извозот, во многу земји во развој и подем, особено оние што се мали, во некоја смисла значи дека таа се откажува од учеството на меѓународните пазари на капитал.²⁷ Таквата идеја, една земја да се изолира од меѓународниот пазар на пари, е најблаго речено нереална и надвор од сите заклучоци во модерната економска мисла.

Како аргумент против барањето за девалвација на националната валута заради зголемување на конкурентноста би можеле да ги истакнеме следниве примери. *Прво*, емпириски е докажано дека девалвациите можат да бидат контракциони (како во анализите кои започнуваат со онаа на Edwards (1989)). На ова тврдење ќе го додадеме и фактот со кој се потврдува дека во кризата која ги зафати земјите од Латинска Америка, ниту една не успеа да ја избегне рецесијата, без оглед на тоа колкави депрецијации направија на нивните валути. Дополнително на тоа е и постоењето на високо ниво на каматни стапки кај земјите кои започнале со девалвација на своите валути, со што повторно се нарушува конкурентноста на пазарите.

дека загубата од сењоражот е околу двојната сума на монетарната база која ја имала земјата пред да се доларизира. Vogetić (2000), на примерот на земјите од Латинска Америка, измерил дека за периодот од 1991-1997 година земјите изгубиле приходи кои се еднакви на 2,1 (Бразил) - 12, 2% (Еквадор) од БДП.

²⁶ Често користена стратегија за излез „exit strategy“, со која преку девалвација на својата валута земјата се обидува да ги ублажи последиците од некој шок во економијата.

²⁷ Постојаното менување на вредноста на својата валута на една земја за странските инвеститори значи зголемување на претпазливоста од појава на ризици. Токму таквата перцепција го отежнува или во екстремни случаи го оневозможува пристапот до странските пазари на капитал.

Второ, девалвацијата е особено бескорисна кога економскиот шок доаѓа од капиталната сметка (на билансот на плаќање). Имено, земјите во подем кои се соочуваат со тешкотии предизвикани од надворешните шокови, исто така, се соочуваат и со високи каматни стапки (Calvo, 1998). Ваквата ситуација уште повеќе доаѓа до израз кога земја е доларизирана, а девалвацијата лесно може да испровоцира масовни банкротства кои би значеле и високи социјални нереди.

Што се однесува до парцијалната доларизација, покрај погоре споменатите негативни ефекти,²⁸ би истакнале и еден многу силен предизвик со кој земјите можат да се соочат:

- Во земјите кои се високо доларизирани постои висок степен на „скриен“ кредитен ризик. Преземајќи чекори во заштита од девизниот ризик,²⁹ банките и преостанатите небанкарски учесници во економијата деноминираат поголем дел од своите средства во странска валута. Со тоа, нивните биланси се валутно урамнотежени, или без ризик од промените на девизниот курс. Меѓутоа, доколку носителите на економските политики одлучат да ги ублажат ефектите од некој економски шок³⁰, преку девалвација на домашната валута, овој скриен кредитен ризик ќе „еруптира“. Со девалвацијата, економските субјекти кои поседуваат доларизирани обврски, веднаш ќе мора да најдат дополнителни средства за да го исплатат зголемениот долг во странска валута. Тоа особено доаѓа до израз кога заедно со мерката за обезвреднување на домашната валута, земјата презема и други мерки, како воведување на капитални контроли. Така, изворот за обезбедување на странски валути од страна на агентите во економијата повеќе нема да постои, што на крајот ќе резултира со неможност за плаќање на обврските во странство и дома. Таквата тенденција за економијата значи масовни банкротства или зголемување на кредитниот ризик.³¹
- Високата зависност од странските капитални приливи може да предизвика големи финансиски нарушувања при евентуално ненадејно нивно

²⁸ Се разбира, нивото на загубата од сењоражот зависи дали станува збор за парцијална или целосна доларизација.

²⁹ Minimum variance portfolio theory.

³⁰ Или намалувањето на девизниот курс е неизбежно, т.е. монетарните власти немаат повеќе инструменти, девизни резерви, за бранење на неговата вредност.

³¹ Аргентина е најјасен пример за ризикот кој го носат кредитите во странски валути.

повлекување.³² Таквата ситуација беше случај во повеќето земји во минатите епизоди од латинско-американската криза, азиската криза или кризата во Русија. Некои автори откриваат дека сличен феномен се случи и во последната криза. Иако кризата во поголем дел се однесува на земјите во Европа кои се целосно евроизирани, лесно можеме да заклучиме дека намалувањето на ликвидноста на меѓународниот пазар на капитал во рамките на еврозоната ги продлабочи негативните трендови на макроекономските варијабли.

Имајќи ги предвид споменатите користи и трошоци од целосната/парцијалната доларизација, носењето на одлуките во тие земји би требало да биде поддржано со нивна темелна анализа. Во реалноста можеме да најдеме неколку примери во кои владите истакнуваат дека користите од доларизацијата во голем дел ги покриваат, дури и драстично ги надминуваат, трошоците.

Последни примери за тоа се Еквадор и Ел Салвадор. Властите во Еквадор ја заменија националната валута со американскиот долар во екот на јужно-американската финансиска криза од 2000 година. Слично стори и Ел Салвадор во 2001 година. На пример, во случајот на Ел Салвадор, целта на носителите на политиките беше да се забрза процесот на економски реформи и да се привлечат странски инвеститори, во што и успеа.

Примерите на Еквадор и Ел Салвадор не се многу чести. Во повеќето земји во развој, целосната доларизација кај носителите на политиките не е популарна мерка и покрај тоа што таа може да биде концептуално сигурен пристап. Оттука, најголемиот број земји, повеќе сакаат да се парцијално доларизирани, каде што домашната валута сè уште е официјално средство за размена, а резидентите можат легално да држат или користат за секојдневни трансакции и некоја друга валута во нивните портфолија. Во услови на парцијална доларизација, земјата не мора да се соочи со сите точки од листата на користи и трошоци. Така, на пример, централните банки во овие земји не се откажуваат од сењоражот или, пак, од водењето на независна монетарна политика. Меѓутоа, токму поради тоа, овие земји прифатиле каматните стапки и стапките на инфлација да се разликуваат од оние на земјите чија валута ја користат паралелно со својата.

³² англ. „Capital reversals“.

1.3.1 Теоретска рамка на користите и трошоците од доларизацијата

Во продолжение, преку развивање на едноставен економски модел, ќе се обидеме да ги објасниме погоре споменатите заклучоци. Со него, полесно ќе ги идентификуваме и ќе ги измериме можните трошоци за една земја која има висок степен на доларизација на средствата. Така, во овој дел ќе се обидеме да дадеме одговор на теориските прашањата поврзани со:

- проблемот на недоверба на агентите кон одлуките на носителите на економските политики (*policy credibility*);
- избор на т.н. оптимални макроекономски политики;
- трошоците на благосостојбата од доларизацијата;
- загубата на улогата на позајмувач во крајна инстанца;
- ефектите врз финансиската стабилност и слично.

Пред да започнеме со економскиот модел, би сакале да истакнеме дека висината на користите и трошоците од доларизацијата тешко можат да се идентификуваат на многу примери во светот. Тоа е така од едноставна причина што во него има релативно малку доларизирани економии кои долг временски период опстануваат со феноменот на валутна супституција на средствата. Дополнително на тоа, кај земјите во кои можеме да идентификуваме повисоко ниво на доларизација, ефектите од спроведените економски политики заради специфичните карактеристики се разликуваат. Токму поради тоа, во литературата често можеме да сретнеме анализи на позитивните ефекти од доларизацијата кои се однесуваат само на една земја.

Моделот,³³ кој ќе го разработиме, се однесува на една мала и отворена економија во која владата треба да одлучи дали ќе ја доларизира економијата или, пак, нема. Со него се анализира доларизацијата и нејзините импликации врз макроекономските политики, што всушност е и главна тема кај најголемиот број истражувања.

1.3.2 Економско окружување

Да претпоставиме дека една мала и отворена економија, која е дел од големата светска економија, функционира само во два периода, претставени со индексот $t=1,2$.³⁴ Во неа, во секој од периодите има потрошувачка само на едно добро, со кое може да се

³³ Во него ќе внесеме неколку претпоставки, кои и покрај тоа што во интерпретацијата на заклучоците се ригидни, мораме да истакнеме дека истите можат и да се релаксираат. Имено, за секоја претпоставка може да се дадат распони на движење, со што полесно би добиле реална слика за ефектот на моделот во економијата.

³⁴ Оваа економија е многу блиска и претставува верзија на онаа на Persson и Tabelini (1990).

тргува и кое се продава по фиксна цена, сведена на еден, изразена во некоја меѓународна валута (долар, евро и сл.). Оваа земја е населена со голем број жители кои имаат идентични потреби, кои се претставени од еден агент и влада. Агентот има на располагање сума од $e > 0$, која ја употребува за плаќање на неговата потрошувачка, c_t .

Агентите во оваа економија, преферираат да не работат, да не вложуваат труд, l . За нив, исто така, се претпоставува дека во своите портфолија претпочитаат да држат ликвидни средства, пари, кои се и единствената форма за чување на заштедите во овој модел. Валутата која е во оптек зависи од одлуката на владата на таа земја. На пример, во услови на доларизација, тоа е странската валута. На крајот, владата може во секое време да наложи употреба на домашна валута, која лесно и без трошоци би ја креирала и уништувала.

Така, преференциите на агентите можеме да ги претставиме со:

$$u(c_1) + v(m_1) + E[c_2 + v(m_2) - H(l)]$$

каде $E[.]$ ги претставува очекуваните вредности; u , v и H , се постојано променливи и строго растечки функции; c_t ја опишува потрошувачката во периодот t , а m_t е реалната вредност на парите на крајот на периодот. Тука ќе напомниме дека во услови на доларизација, m_t се однесува на поседувањето на странската валута, додека во услови на употреба на домашната валута $m_t = \frac{M_t}{P_t}$, каде M_t ја означува домашната валута, а P_t домашните цени на производите. Според тоа, односот на вредноста на домашните и странските производи мора да биде еднаква на девизниот курс. Со тоа, прифаќаме дека во земјата важи законот за една цена.

Фактот дека ги внесуваме очекувањата во овој модел значи дека дозволуваме одредена неизвесност во него. Со тоа, претпоставуваме дека една од можните состојби во економијата може ќе се реализира во вториот период. Ваквата неизвесност на реализацијата во различните периоди во една земја влијае врз движењето на бројните макроекономски варијабли. Две од тие варијабли директно се поврзани со економскиот агент - висината на стапката на данокот на доход и цената на потрошувачката или кога во економијата се наложува употреба на домашната валута, девизниот курс.

Имајќи го предвид тоа, во услови на доларизација, буџетите на агентите се ограничени на:

$$c_1 + m_1 \leq e, \text{ каде } c_{2s} + m_{2s} \leq (1 - \tau_s)l_s + m_1, \text{ за } s = 1, 2, \dots, S$$

каде „ τ “ ја означува стапката на данокот на доход, а „ S “ износот на реализација на ситуацијата „ s “.

Како што можеме да видиме, заради тоа што доларската вредност на потрошувачката останува константна³⁵ низ времето, потрошувачката во вториот период единствено ќе зависи од стапката на персоналниот данок и вредноста на парите во првиот период.

Во услови на недоларизација, циркулацијата на домашната валута ќе влијае при донесувањето на одлуките, агентите да ги вклучат и очекувањата за идните движења на девизниот курс. Заради тоа, единствено висината на домашните цени ќе влијае врз буџетските ограничувања на агентите:

$$P_1 c_1 + M_1 \leq P_1 e, \text{ каде } P_{2s} c_{2s} + M_{2s} \leq (1 + \tau_s)P_{2s} c_{2s} + M_1, \text{ за сите } s.$$

Доколку во последниот случај и двете страни на равенствата ги поделиме со нивото на цените во земјата, лесно ќе забележиме дека буџетските ограничувања во една недоларизирана економија се исти со оние како во доларизираната. Единствената разлика во двата случаја е тоа што наместо најзначајна варијабла да е данокот на доход,³⁶ агентите во услови на употреба на домашна валута ќе го антиципираат само „инфлацискиот данок“. Токму поради тоа, очекувањата за идните движења на инфлацискиот данок ќе ги претставуваат загубите на идната потрошувачка и главен фактор кој ќе влијае врз одлуките за иднината на агентите.

Вака поставен, моделот упатува на тоа дека економските агенти во една земја во процесот на донесување на одлуките најпрво посветуваат внимание на висината на даночните стапки и долгот кој таа го има. Последното е поврзано со обезбедување на средства за финансирање на јавните потреби. Во продолжение на овој дел ќе ја покажеме врска со државните финансии.

³⁵ Според законот, за една цена.

³⁶ Како во случајот на константна доларска потрошувачка.

Домашната влада се задолжува во странство со долг во износ од „ d “ долари, кои заради временската рамка, се претпоставува дека треба да се врати на крајот на вториот период. Во тој период, владата ќе има потреба и од дополнителни средства за финансирање на потрошувачката, која е резултат на природата на нејзиното работењето. Во овој дел, токму претпоставка за идните потреби за финансирање на државниот буџет, ќе ја претставува единствената неизвесност на моделот.

Како што спомнавме, потребата од финансии за плаќање на нејзините трошоци, владата може да ги обезбеди преку два извора: данокот на доход и, кога не е доларизирана, преку сењоражот. Тука ќе претпоставиме дека не постои можност приходот добиен од сењоражот во првиот период да биде инвестиран во некоја каматоносна актива, сеедно дали станува збор за домашните или меѓународните пазари. Со тоа го елиминираме ефектот врз ценовното ниво на земјата кој може да се појави заради промена на вредноста на сењоражот, инвестирајќи го во текот на првиот и вториот период.

Во услови на рамнотежа, понудата на пари мора да е еднаква со побарувачката на пари. Со тоа, во услови кога земјата не е доларизирана, буџетските ограничувања на владата се условени од данокот на доход, желбата за вложување на дополнителен труд на агентите, понудата на пари и стапката на инфлација.³⁷

Така, потребите за крајната потрошувачка на владата мора да бидат покриени или од данокот на доход или од сењоражот. Во нашето претставување, дефиницијата за сењоражот го опфаќа текот на инфлацискиот данок плус износот на порастот на понудата на пари (Fischer, 1982).

$$seignorage = m_{2s} + \pi_s m_1$$

³⁷ Во такви услови, буџетските ограничувања на владата, во номинална вредност можеме да ги претставиме како:

$$P_{2s}(g_s + d) \leq \tau_s P_{2s} l_s + (M_{2s} - M_1) + P_{2s} m_1$$

Доколку сакаме овие ограничувања да ги претставиме во реални вредности и да ги поделиме со цените на крајот на вториот период, тогаш:

$$g_s + d \leq \tau_s l_s + m_{2s} + \pi_s m_1$$

каде, левиот дел од равенката ги претставува трошоците и долгот на владата, додека десниот, данокот на доход, реалната понудата на пари во вториот период и инфлацијата.

Ако тоа го имаме предвид, тогаш, во услови на доларизација, заради отсуството на домашната валута, ограничувањата на приливите на владата се опфатени единствено со висината на данокот на доход.

$$g_s + d \leq \tau_s l_s$$

Она што можеме да го забележиме е дека во доларизираната земја владата ги губи приходите од сењоражот. Меѓутоа, значајноста на загубата од сењоражот не треба да се анализира независно од определбата на владините политики. Ова е така, затоа што загубата од сењоражот, $m_{2s} + \pi_s m_1$, зависи од политиките кои се одразуваат на инфлацискиот данок и ефектот на политиките на побарувачка за домашна валута.

Со тоа го комплетираме описот на економскиот амбиент. Заради претпоставките кои ги внесовме во моделот, но и начинот на кој ја опишавме разликата помеѓу доларизацијата и употребата на домашната валута, во продолжение би сакале да дадеме мал коментар:

Упатувањето на тоа дека една земја може да избере една од овие две комбинации личи многу строга, но историските факти говорат дека тоа е мошне разумно. Таквата ситуација во овој модел е ублажена преку претпоставката дека во функцијата за употреба на парите на агентот, странски или домашни валути влегуваат со иста вредност, „ v “, која е променлива и растечка функција. Објаснувањето за тоа е дека токму „ v “ ги опфаќа користите од поседувањето на пари. Тука ќе напомниме дека намерно ги игнорираме: намалувањето на трансакционите трошоци, трошоците за порамнување и сл., кои се добиваат со користење на принудните пари (анг. „fiat money“). Оттука, лесно можеме да претпоставиме дека ако се променат принудните пари, и „ v “ може да се промени.

За жал, економската теорија не нуди точни податоци за тоа колку би се променила „ v “ во услови на доларизација. Имено, во недостатокот на искуства за ефектите врз „ v “, можеме да сретнеме анализи кои докажуваат сосема спротивни, негативни, насоки од прифаќањето на поголеми нивоа на доларизација.³⁸ Така, денес,

³⁸ На пример, види кај Hanke и Schuler (1999).

во литературата постојат спротивни ставови околу тоа дали доларизацијата нуди пристап до многу „подобра“ валута, отколку што претставува домашната. Токму поради тоа, во нашата анализа упатуваме на различни фактори, од оние погоре споменати, кои влијаат врз одлуките за доларизацијата.

1.3.3 Доларизацијата и оптималната политика

Веќе претходно спомнавме дека резултатите од моделот во голем дел зависат од политиките кои ги води владата на една земја. Дури и во услови кога владата јасно се одредила дека ќе работи за зголемување на благосостојбата на граѓаните, резултатите можат да се разликуваат во зависност од тоа кои се капацитетите на владата да ја оствари таа своја определба. Овој дел од трудот претпоставува дека владата целосно може да ги оствари политиките за кои се залага. Доколку ја земеме предвид оваа нереална претпоставка, за една земја доларизацијата носи бројни трошоци за кои ќе зборуваме во продолжение.

Најнапред да ја анализираме ситуацијата кога земјата употребува своја, домашна валута. Така, една влада која може целосно да ги оствари своите политики, а имајќи ги предвид нејзините буџетски ограничувања, би се соочила со „проблемот на владата“ (познат како Рамзиев проблем - Ramsey rule). Во таков случај, кога владата сака да постигне максимална агрегатна алокација и одредено ниво на вложен труд, таа треба да одбере помеѓу висината на данокот на доход, стапките на инфлациски данок и распределбата на понудата на пари во двата периода. Оттука, секогаш кога владата ќе го зголеми данокот на доход заради зголемување на даночните приходи, тие всушност ќе се намалат, затоа што луѓето ќе работат помалку. Со тоа, правилото на Рамзи упатува на маргиналната загуба на вложениот труд како последица на маргиналното зголемување на персоналниот данок.

Во овој дел би сакале да истакнеме дека во економската литература се прави голема разлика помеѓу ефектите од промените во политиките кога тие се и кога не се антиципирани. Тоа би значело дека висината на данокот на доход не би требало да се одредува во зависност на потребите на владите, сè додека тие потреби не им се докрај познати на агентите во економијата. Заради тоа, во овој дел ќе ги изнесеме и заклучоците од генералниот модел на Calvo и Guidotti (1993), во кој се претпоставува дека секој неочекуван шок на потребните приходи на владите најдобро е да се финансираат преку неантиципираната девалвација (депрецијација).

На ова ќе го додадеме и тврдењето на Phelps (1973), кое укажува на тоа дека сè додека владите немаат можност независно да располагаат со даночните приходи, оптималната политика бара одреден степен на достапност до инфлацискиот данок. Оваа генерална констатација, преведена на нашиот модел, би значела дека не е неоптимално во текот на периодите да се случи промена на девизниот курс, сè додека таа промена е (не)очекувана. Со тоа, пак, владите имаат можност да влијаат врз зголемувањето на благосостојбата.

Оваа констатација е последица на фактот дека единствено очекуваната девалвација (депрецијација) има деструктивни ефекти, или во нашиот модел, само очекуваната инфлација би имала негативен ефект врз побарувачката за домашна валута. Имено, ако во економијата има познато ниво на парична маса, неочекувана промена на стапката на инфлација би имала ефект како и порастот на даночните стапки. Поради тоа, во економијата останува препораката дека, секоја неочекувана потреба на владата треба да се пресретне со неочекувана инфлација.

Доколку оваа препорака ја внесеме во нашиот модел, каде што инфлацијата и девалвацијата имаат исти ефекти врз националната економија, импликациите врз режимот на девизен курс многу јасно можеме да ги определиме. Една оптимална политика треба да обезбеди девизен курс кој е високосензитивен на надворешните шокови, во нашиот случај промени на „g“, буџетските расходи.³⁹

Еден начин за ограничување на флексибилноста на девизниот курс е опфатен преку режимот на фиксен девизен курс. Да претпоставиме дека владите ги решаваат истите проблеми како погоре,⁴⁰ но истовремено се обврзала и дека девизниот курс на домашната валута ќе биде фиксен во двата периода. Овие ограничувања јасно истакнуваат дека цените во првиот и вториот период треба да бидат исти, или дека стапката на инфлација ќе биде нула. Резултатот од таквата политика⁴¹ е идентичен како кај Рамзијевиот проблем, со таа разлика што тука додаваме едно ново ограничување,⁴² заради кое општата благосостојба мора да опадне. Опаѓањето на благосостојбата во

³⁹ Сосема исправно, тука можеме да забележиме дека ограничувањето на флексибилноста на курсот би значело и загуба на благосостојбата, меѓутоа, во насока на утврдување на ефектите од доларизацијата ќе се осврнеме само на фиксниот девизен курс.

⁴⁰ Влијае врз зголемување на благосостојбата.

⁴¹ Политика на фиксен девизен курс.

⁴² Фиксен девизен курс.

овој случај ја опфаќа елиминацијата на можноста за употреба на неочекуваната инфлација како амортизер на негативниот шок, како кај Calvo и Guidotti (1993).

Во услови на фиксен девизен курс, затоа што се претпоставува дека централните банки не печатат пари за задоволување на зголемената побарувачка на пари не постои сењораж од текот на паричната маса. Сепак, и во такви услови, заради постоењето на домашната валута, владите кои ги печатат домашните пари без трошоци, имаат можност да ја ползуваат нивната вредност. Ова е така затоа што, дури и кога нема инфлација, во првиот период владите создаваат домашна валута вредна „ m_1 “ долари, а во вториот „ $(m_2 - m_1)$ “ долари.

Сега веќе лесно можеме да ги анализираме ефектите од доларизацијата. Тука би спомнале неколку од нив. *Првиот* е дека, инфлацијата мора да биде еднаква на нула, како и во остатокот од светот, со што нема сењораж од паричниот тек. Со тоа, во услови на доларизација се постигнуваат исти ефекти како и кај режимот на фиксен девизен курс.

Вториот ефект, кој произлегува од недостатокот на сењоражаот, е дека буџетските ограничувања се: „ $g_s + d \leq \tau_s l_s$ “, кои ја исклучуваат „ m_2 “. Притоа, одредуваме дека проблемите кои би ги имала владата на земја која е доларизирана, се исти со оние на земја со фиксен девизен курс, со таа разлика што, во услови на доларизација, владата има зголемени потреби кои се во износ на недостатокот од сењоражот за иницијално печатење на домашната валута. Оттука, во услови на можност за целосно исполнување на владините политики, доларизацијата би нанела дополнителни загуби врз благосостојбата на земјата,⁴³ отколку што тоа би го направил прифатениот режим на фиксен девизен курс.

Да претпоставиме дека во услови на доларизација, земјата има можност да ја зголемува понудата на домашни пари. Таквата активност на носителите на макроекономските политики би имала идентични резултати како и зголемувањето на данокот на доход. Имено, како и кај овој данок, каде заради последицата на намалувањето на вложениот труд од страна на агентите, приходите се намалуваат и со зголемувањето на понудата на пари, приходите на владата ќе се намалат. Да се потсетиме, во услови кога во економијата се употребува единствено домашната валута,

⁴³ Имено, целиот износ на загуби е изразен во вредноста на сењоражот.

владата може да ги зголеми своите приходи на два начина: преку зголемување на данокот на доход или преку инфлацискиот данок.

Во услови на доларизација, преку зголемувањето на инфлацискиот данок, заради зголемувањето на понудата на пари, владата повторно добива помалку приходи, кои пак сега се изразени во вредноста на странската валута. Со други зборови, (маргиналната) загуба на благосостојбата поврзана со загубата од сењоражот⁴⁴ во услови на доларизација е еднаква на очекуваните дисторзивни ефекти од зголемувањето на данокот на доход. Оттука, можеме да заклучиме дека загубата на сењоражот како резултат на доларизацијата, е единствената маргинална загубата на благосостојбата на домашната економија.

Следно, да претпоставиме дека една земја се задолжува на домашниот пазар во домашна валута и на странскиот пазар во странска валута. Во такви услови, буџетот е ограничен на:

$$B_t + e_t F_t + \tau_t P_t = G_t P_t + R_{t-1} B_{t-1} + e_t R^*_{t-1} F_{t-1}$$

каде B е долгот во домашна валута, F е долгот во странска валута, τ е данокот, G се буџетските трошоци, P се домашните цени, e го претставува девизниот курс, R каматата на домашниот долг и R^* каматата на странскиот долг. Доколку сите варијабли ги претставиме во реални вредности, ќе го добиеме интертемпоралното буџетско ограничување. Со тоа, можеме да заклучиме дека тековната вредност на долгот во домашна валута ја претставува дисконтираната сегашна вредност на идните буџетски дефицити, минус реалната вредност на трошоците за сервисирање на долгот во странска валута.

Вака претставено, буџетското ограничување упатува на тоа дека зголемувањето на даноците во економијата има дефлаторни ефекти, додека зголемувањето на државните приходи, странската каматна стапка или реалната вредност на странската валута имаат инфлаторни ефекти. Вака поставени, овие варијабли упатуваат на тоа дека

⁴⁴ Тука би можеле да споменеме дека економистите имаат повеќе предлози за надминување на загубите од непостоењето на сењоражот. Еден таков договор функционира во рамките на Европската монетарна унија, која сењоражот го дели на своите членки во согласност со учеството во капиталот на секоја од нив. Друг пример можеме да видиме и во односите помеѓу Аргентина и САД по предлог на Joint Economic Committee (2000). На крајот, можеме да го споменеме и предлогот на Ваго, кој наместо користење на сложени пресметки, предлага САД да ѝ префрлат на Аргентина сума на долари која е еднаква на вкупните пари во оптек кои таа ги има (околу 16 билиони долари).

земјите мора да имаат предвид дека ќе бидат принудени да компензираат со фискалната политика, во случај која било од нив да доживее ненадејна промена.

Еден од начините за апсорпција на фискалните шокови е преку зголемување на цените во земјата. Овој начин е уште порелевантен кога во земјата постојат двата вида на долг (во домашна валута и странска), а земјата нема силна определба кон непроменливост на цените во неа. Токму тука можеме да го извлечеме и аргументот за доларизацијата. Доколку една влада има кусорочни планови, таа се соочува со искушението за искористување на добивките од високи стапки на инфлација, чии негативни последици ќе ги претрпи некоја друга влада во иднина. Во услови на доларизација, можноста за апсорпција на фискалниот шок преку цените се елиминира. Токму добивките од стабилноста на цените и загубите од неможноста за ползување на цените како шок апсорбер мора да бидат анализирани во процесот на одлучување во правец на доларизација на една земја.

Имајќи предвид дека буџетското ограничување зависи од идните буџетски суфицити, во продолжение би сакале сосема кусо да се надоврземе со влијанието на доларизацијата во нивото на каматните стапки во земјата. Имено, досега истакнавме дека главната предност на доларизацијата е дека таа влијае врз намалување на општото ниво на каматни стапки преку елиминирање дел од неизвесноста во економијата.

Во економската литература постојат истражувања кои тврдат дека нивото на каматните стапки во услови на доларизација на земјата ќе зависи од структурата на долгот кој го има земјата. Имено, сè додека во една земја има одредено ниво на долг во домашна валута, сите неизвесности околу идните суфицити на буџетот ќе бидат генерирани токму од тој долг. Со тоа, долгот во странска валута ќе биде изолиран од ефектите на непредвидливоста, а заради тоа ќе носи и пониски очекувани стапки на принос. Меѓутоа, во случај долгот на државата да е целосно деноминиран во странска валута, целиот степен на неизвесност околу суфицитот мора да биде опфатена преку неговите приноси, кои не мора да значи дека ќе бидат пониски (Sims, 2001).⁴⁵

⁴⁵ Во неговото истражување, покажува дека евентуалното неисполнување на обврските од страна на владата ќе предизвика прво зголемување на каматната стапка на долгот деноминиран во домашна валута. Во овој труд, исто така, се истакнува дека зголемувањето на инфлацискиот данок заради редовно сервисирање на долгот, за владата носи поголем политички ризик заради тоа што повисоката стапка на инфлација ги засега сите во економијата (оние што поседуваат и оние што не поседуваат обврзници од

Генерално кажано, можеме да докажеме дека доларизацијата предизвикува загуба на домашната економија. Големината на овие загуби зависи од параметрите во моделот. Во принцип, треба да е многу очигледно дека загубите растат со порастот на потребите од државни приходи. Во таа смисла, нашата анализа во многу нешта потсетува на аргументите на теоријата на оптимални валутни зони на Mundell (1961). Тој се осврнува на истите трошоци во услови на неотповикливо фиксирање на девизниот курс помеѓу две земји во кои има номинално фиксни цени. Mundell (1961), истакнува дека овие трошоци би биле многу големи кај оние земји што немаат висока корелација на економските шокови кои би ги погодиле. Општо кажано, кај земјите чии фундаменти не се синхронизирани, употребата на девизниот курс за стабилизација на економските текови претставува фактор за дисторзии.⁴⁶

Дотука, во анализата претпоставуваме дека владата целосно може да ги исполни заложбите за кои се обврзала. Меѓутоа, мораме да признаеме дека една таква претпоставка не можеме да ја потврдиме со бројни случаи во светот. Оттаму, она што ќе се случи со моделот, во услови кога владите не ги испорачуваат ветените политики, ќе го видиме во продолжение.

1.3.4 Доларизацијата и „кредибилитетот“ на политиките

Денес е сосема извесно дека лесно ќе докажеме дека претпоставката за целосно исполнување на ветените политики од страна на владата е нереална. Имено, владите често ветуваат одредени проекти за време на нивниот избор, за подоцна, во текот на мандатот, таквите ветувања делумно да ги променат или воопшто да не ги остварат. Ваквата природа на процесот на водење на политиките нè упатува на фактот дека мора да се има резерва кон владините ветувања. Токму ваквата појава во литературата е позната како проблем на временската неконзистентност.

Проблемот со временската неконзистентност подразбира намалена доверба кон политичките партии и неисполнување на долгорочните планови од страна на владите.

државата). Меѓутоа, во случај земјата да е доларизирана, евентуалното неисполнување на обврските нема влијание врз ниеден економски агент во земјата освен врз оние што се доверители на владата.

⁴⁶ Мора да истакнеме неколку разлики со кои нашата анализа се издвојува од онаа на Mundell. Имено, во анализата на Mundell, тој се осврнува на номиналната ригидност, додека, пак, ние се осврнуваме на аспектите на приходите на владите, за кои пак е јасно е дека се комплементарни. Исто така, Mundell, се осврнува на разликата помеѓу флексибилните и фиксните девизни курсеви без оглед на изборот на валутата. Нашата анализа покажува дека постои јасна разлика помеѓу фиксниот девизен курс и доларизацијата, особено во делот на загубата на сењоражот.

Оваа појава во литературата за првпат ја анализираат Kyndland и Prescott (1977) и Calvo (1978). По нив, многубројни автори, кои го докажуваат ова сознание, се надоврзуваат на тие истражувања.

Проблемот на временската неконзистентност ќе го илустрираме и во нашата анализа преку случајот на една земја која ја употребува својата домашна валута. Во оваа земја, вредноста на валутата се формира во услови на флексибилен девизен курс. За потребите на анализата ќе претпоставиме дека во иднина владата слободно може да ја одреди својата политика, а таа да биде различна од нивните претходници. Со тоа, доколку во првиот период централната власт го потроши сиот буџет планиран за двата периода, таа ќе мора да ги промени економските политики кои се во нејзин домен, а кои би важеле во вториот период. Во таков случај, целиот доход што им стои на располагање на агентите, а кој е условен од понудата на пари во економијата, ќе биде потрошен во првиот период. Заради тоа, во вториот период владата ќе ја смени својата политика и ќе изврши промена во висината на персоналниот данок како и во стапката на девалвација. Веќе спомнавме дека со промената на вредноста на девизниот курс, владата директно ќе влијае врз големината на инфлацискиот данок.

Доколку сакаме да го прикажеме сето тоа поедноставено, анализата ќе ја упростиме со претпоставката дека персоналниот данок може да се потроши единствено во периодот на кој припаѓа. Тука, ќе го додадеме и фактот дека зголемувањето на персоналниот данок често влијае врз зголемување на загубите, во смисла на намалувањето на маргинално вложениот труд, работните часови на работниците. Во такви услови, во кои владата ќе мора да избере со која промена на политиките ќе влијае врз зголемување на буџетските приходи за следните периоди, единствено ѝ останува да превеземе мерки за промената на политиките со кои ќе влијае врз зголемување на користите од инфлацискиот данок.⁴⁷

Како што спомнавме, таа има две опции:

$$\tau_s = 0 \text{ и } \pi_s m_1 = g_s + d - m_2$$

или,

⁴⁷ Во овој случај, а заради предметот на истражување на овој труд, најмногу се мисли на промена на вредноста на девизниот курс.

$$\pi_s = 1 \quad \text{и} \quad \tau_s l_s = g_s + d - m_1 - \widehat{m}_2$$

Оттука, доколку е валиден првиот услов (персоналниот данок да е еднаков на нула), приходите од инфлацискиот данок би биле доволни за покривање на потребите на владата во состојбата „s“. Ваквото равенство јасно се разликува од Рамзиевото правило, кое не поддржува случај во кој за вториот период владата би го укинала персоналниот данок. Имено, ова правило упатува на тоа дека оптималната политика мора да се стреми да ја одржува стапката на персонален данок на позитивна вредност во сите временски периоди, а заради одржување на временската конзистентност на политиките.

Ако прифатиме дека теоријата на рационални очекувања е валидна, тогаш, доколку владата нема кредибилитет, сите агенти во економијата во вториот период ќе очекуваат промена во политиките. Тоа ќе се случува дури и без оглед на тоа какви се заложбите на владата во првиот период. Заради тоа, сите агенти ќе очекуваат промена на инфлацискиот данок во следните периоди. Имајќи го тоа предвид, понудата на пари во првиот период треба да биде помала отколку во случајот на целосно исполнување на заложбите на владата. Тоа е така затоа што во вториот период се очекува пораст на стапката на инфлација или инфлаторен доход за владата. Ваквиот заклучок, уште еднаш, упатува на тоа дека неизвесноста кај агентите влијае врз дополнително влошување на варијаблите со кои управува владата.

Имено, ако во вториот период владата ја задоволи потребата за приходи преку инфлацискиот данок, токму тој мора да биде уште поголем од растот на понудата на пари, правејќи го непредвидлива големина. Во овој случај, понудата на пари се базира на очекувањата за политиките во вториот период, а не на претпоставките за оптималната политика. Тие очекувања вршат притисок врз инфлацискиот данок кој постојано ќе се зголемува, а со единствена цел за обезбедување на потребите на владите. Со тоа се формира концентрично движење, кое најчесто тешко запира и носи многу сериозни последици за државата.

Дополнително на тоа, доколку го прифатиме вториот услов,⁴⁸ уште појасни стануваат ефектите од напуштањето на оптималната политика. Имено, во вториот

⁴⁸ $\pi_s = 1 \quad \text{и} \quad \tau_s l_s = g_s + d - m_1 - \widehat{m}_2$

услов, инфлацијата е речиси бесконечна, а со тоа и условите во економијата целосно непредвидливи. Во таков случај, кога понудата на пари е помала од оптималното ниво, единствениот буџетски приход би доаѓал преку зголемување на персоналниот данок. Тогаш, агентите очекуваат хиперинфлација, со што влијаат врз намалувањето на побарувачката за пари.⁴⁹ Ова намалување не само што стимулира хиперинфлација туку тоа ќе доведе и до пораст на персоналниот данок. Порастот на данокот најчесто запира на ниво кое е многу над ветеното во почетокот на мандатот на носителите на политиките. Ваквата политика би можела да се протолкува како целосно отфрлање, откажување од домашната валута која е издадена во првиот период.

Една ваква влада, која постојано се соочува со недоверба кон нејзините објавени политики, тешко може да се анализира. Еден од начините за моделирање на ефектите од политиките донесени од влада со мала доверба е преку проблемот на временската неконзистентност. Во оваа смисла, доколку владата не може да се обврзе на специфичен датум и политика, таа би можела да се обврзе на некое просто правило, како на пример, нулта инфлација или фиксен девизен курс.⁵⁰

Во нашиот случај, обврзувањето на нулта стапка на инфлација или фиксен девизен курс, би значело точно утврдување на понудата на пари во економијата. Во еден таков случај, дури и да има потреба од реоптимализација на политиките во вториот период, владата нема да има можност за промена на персоналниот данок, затоа што истиот е детерминиран од условот за нулта инфлација или режимот на фиксен девизен курс.

Уште појасни се ефектите кои ги има преземената обврска за одржување на фиксен девизен курс врз поставувањето на условите за функционирање на владата и целокупната економија. Во тој случај, само доколку државата успее да ги убеди агентите дека презела неповратни чекори во водењето на политиките, проблемот за недоверба ќе исчезне. Се разбира, тука не забораваме дека самото воведување на фиксен девизен курс за земјата веќе значи одредена загуба на благосостојбата преку откажување од целосната монетарна независност. Но, тоа е прашање на споредба на

⁴⁹ Види повеќе кај Sagan (1956) цитирано во Phylaktis и Taylor (1993).

⁵⁰ Види повеќе кај Taylor (1985) цитирано во Phylaktis и Taylor (1993).

вкупните трошоци кои фиксниот девизен курс и непостоењето на доверба во институциите на централната власт ги носат во економијата.⁵¹

Прашањето кое се поставува е: Дали прифаќањето на фиксен девизен курс навистина влијае за консолидација на фискалниот буџет на земјата? Имено, во такви услови инфлацијата која е потребна за да се финансираат дополнителните буџетски трошоци се пренесува во некој иден период. Всушност, со самото тоа што девизниот курс е фиксен, агентите не очекуваат зголемување на инфлацијата во еден период. Меѓутоа, зголемените расходи на владите во некој друг период мора да се одразат на нивото на цени во земјата. Со тоа, ваквата перцепција на политичарите за интертемпорална дистрибуција на инфлациониот данок ја зголемува нивната желба за поголеми буџетски дефицити. Тоа однесување ја нарушува довербата на агентите за долгорочната стабилност во економијата и повторно бара економски модел со кој истата таа целосно ќе се воспостави во земјата. Докази за оваа појава можеме да најдеме и кај Gavin и Perotti (1997), на примерот на тринаесет земји од Латинска Америка за периодот од 1968-1995 година.

Во продолжение ќе нагласиме зошто она погоре го истакнуваме како значајно. Имено, доларизацијата на економијата може да претставува решение на проблемот на недоверба, дури и во услови кога владата може делумно да се обврзе на фиксен девизен курс. Кога зборуваме за делумно обврзување, пред сè мислиме на тоа дека таа ќе преземе обврска да го одржува фиксен девизниот курс во првиот период, додека таа е на власт, но во вториот кога таа нема да е актуелна, таквиот режим можеби нема да продолжи. Со тоа, и во услови на фиксен девизен курс, сепак постои недоверба кон обврзувањето на владата. Оттука, режимот на девизен курс кој не ужива доверба не е во можност да ги убеди економските агенти да не се „плашат“ од девалвација на курсот во иднина.

Две главни причини влијаат врз режимот на девизен курс и довербата кон него, а со тоа и врз зголемувањето на благосостојбата на земјата. Прво, обврзувањето кон него мора да е безрезервно прифатено од економијата. Второ, валутата кон која е фиксиран курсот мора да биде силна и од земја во која монетарната политика ужива меѓународна

⁵¹ Види Hanke (2000) на случајот на Турција.

репутација (Stein et al., 1999). Вака дефинирани, прифаќањето на доларизацијата се исполнува одеднаш.

Доларизацијата јасно влијае врз постигнување на максимум користи кои можат да се очекуваат тогаш кога валутата ужива голема доверба во економијата. Преку неа се намалува променливоста на стапките на инфлација и каматните стапки. Со неа, исто така, владата мора да постави и комплетно нов систем на оданочување, преку кој инфлацијата целосно се оттргнува од рацете на кој било наследник на власта.

И, тука ќе споменеме дека постојано имаме на ум дека и доларизацијата носи загуби за благосостојбата на една земја. Во претходниот дел заклучивме дека доколку една влада ужива целосна доверба од економските агенти, загубата од доларизацијата ќе биде изразена преку загубата од сењоражот. Тука пак, истакнуваме дека преку зголемувањето на довербата на владата, токму доларизацијата ги зголемува користите на благосостојбата во земјата. Сепак, како што елабориравме погоре, вкупните користи од сите можни алтернативи мора да бидат анализирани пред да се донесе одлуката за тоа која ќе биде идната долгорочна цел на макроекономските политики.

Овој дел од трудот истакнува дека: (1) и покрај тоа што во услови на недостаток на доверба на политиките на владите, доларизацијата може да помогне, заради трошоците кои таа ги носи за економијата, мора да се направи добра емпириска анализа пред да биде донесена одлуката за нејзина имплементација; (2) главниот аргумент против доларизацијата е загубата на сењоражот. Впрочем, сењоражот е највидливиот и мерлив елемент во „cost-benefit“ анализата на доларизацијата. Имено, во услови на недоверба на владата, лесно може да се заклучи дека, без оглед на тоа колку е висока загубата на приходите од печатењето на пари, тоа не мора веднаш да значи дека е трошок за земјата. Всушност, многу е поверојатно дека очекуваната благосостојба ќе се зголеми во услови на доларизација.

Постојат бројни истражувања, кои даваат емпириски резултати за улогата на доларизацијата во зголемувањето на благосостојбата. Една група на истражувања се занимаваат и со користите од доларизацијата, но во услови кога стабилизационата политика нема доверба од агентите, а финансиските пазари се неперфектни. Во нив преку моделот за динамичка стохастичка општа рамнотежа (DSGE), е покажано дека средната вредност на зголемувањето на благосостојбата како резултат на

елиминирањето на неизвесноста од политиките се повеќе од очекувани. Имено, на случајот на Мексико, овие добивки биле помеѓу 4 и 9 проценти од трендот на потрошувачката (Mendoza, 2001).⁵²

Ваквата констатација, многу често ја занемаруваат дури и пропагаторите на доларизацијата. Токму овие автори, тврдат дека и покрај тоа што вредноста на загубите на приходите од печатењето на пари лесно можеме да ја утврдиме, токму загубата на таа вредност, всушност, ја претставува бенефицијата од доларизацијата (Chang и Velasco 2002). Ова особено се истакнува во услови на мала доверба на владата.

1.3.5 Доларизацијата и улогата на позајмувач во крајна инстанца

Лесно ќе прифатиме дека најмерливиот трошок кој доларизацијата го носи за една земја е загубата на сењоражот. Меѓутоа, главниот трошок кој доларизацијата го носи за една земја е губењето на независноста на монетарната политика. Во теоријата можеме да сретнеме неколку главни предности на постоењето на самостојна монетарна политика. *Прво*, со неа, земјата може самостојно да ја утврдува висината на каматната стапка, а со тоа и да ги неутрализира последиците врз домашните камати, кои се резултат на надворешните шокови. *Второ*, преку монетарната политика може противциклично да се влијае врз агрегатната побарувачка. *Трето*, ако земјата има независна монетарна политика, таа има инструменти за борба против тешките дефлациони приспособувања со која мора да се справува. Дури и во услови кога монетарната политика нема можности директно да влијае врз агрегатната побарувачка, постоењето на независна политика може да влијае врз „монетарните власти“⁵³ да го променат општото ниво на цени во економијата.

Во овој дел од трудот се истакнува влијанието на доларизацијата врз економијата, особено преку каналот на стабилноста на финансискиот сектор. Имено, без оглед на тоа колку низ целиот труд јасно ја истакнуваме желбата за откривање на врската помеѓу доларизацијата и финансиската стабилност на една земја, до крајот постојано ќе се навраќаме на нејзиното директно влијание врз неа. Впрочем, дебатата

⁵² Многу слични аргументи се даваат и за теоријата на оптималните валутни подрачја. Во услови кога владите можат да ги исполнат своите објавени политики, а земјата е доларизирана, секоја промена на надворешните шокови недвосмислено влијае врз зголемување на вредноста на валутата во која земјата е доларизирана, а со тоа ги зголемува и трошоците на благосостојбата. Од друга страна, пак, доколку владата не е во можност да ги исполни своите политики, рамнотежната политика на домашниот курс не е на оптимално ниво. Оттука, во услови на зголемена несигурност, не можеме да тврдиме дека вредноста на домашната валута ќе биде поголема од онаа во услови на доларизација.

⁵³ Учесниците во националниот финансиски пазар-банки и небанкарски финансиски институции.

за доларизацијата на земјите во развој се појави токму тогаш кога се постави и прашањето за улогата на политиката на девизниот курс во генерирањето и/или заштитата од финансиските кризи во земјите во подем.

Тука станува збор за фактот дека девизните курсеви во земјите кои страдаа од финансиски кризи, најчесто колабираа како резултат на обидот на централните банки да ги спасат домашните банки од можна паника (Kaminsky и Reinhart, 1999). Токму заради тоа што финансиските системи, особено банките, во земјите во развој играат доминантна улога, секогаш кога една земја ќе западнеше во криза, таа доживуваше меѓународна неликвидност. Со тоа, нивните потенцијални кусорочни обврски, изразени во домашна валута, ја надминуваа вредноста на средствата кои ги имаат на располагање на кус рок. Поради оваа причина, аргументот на доларизацијата е дека таа нема да дозволи централните банки да се однесуваат како позајмувач во крајна инстанца. Со тоа почнува и судирот помеѓу аргументите на претходното тврдење и тезата за улогата на централните банки како позајмувач во крајна инстанца во намалувањето на банкарските паники.

Во нашиот модел, со кои работиме постојано, ќе се обидеме да ги покажеме позитивните страни на доларизацијата во овој контекст. Имено, да претпоставиме дека, наместо како досега, (кога беше долгорочен), долгот на државата има кус рок и достасува веднаш пред почетокот на вториот период. Во тој миг, владата мора да го исплати целиот долг. Целокупниот буџет кој стои на располагање во првиот период е реализиран, а пазарите на капитал сè уште не се отворени за тргување. Тука, би додале и дека целиот долг кој го има владата е кон странските доверители. Во такви услови владата нема средства да ги исплати обврските, освен во случај да донесе одлука за печатење пари.

Овие претпоставки би можеле да ја олеснат анализата при тестирањето на резултатите од алтернативните режими на девизни курсеви. Дополнително, за упростување на резултатите, претпоставуваме дека владата во минатото совршено ги исполнувала своите обврски; земјата води политика на фиксен девизен курс, а буџетот на владата е ограничен на случајот со нулта инфлација.⁵⁴

⁵⁴ Владата нема можност за промена на персоналниот данок во ниту еден период, затоа што истиот е детерминиран од условот за нулта инфлација.

Со тоа, кредиторите се исправени пред одлуката за побарување на своите средства или дозволување за ново задолжување на владата (анг. „roll-over“). Тие знаат дека заради фактот што издашноста на персоналниот данок е ограничена, доколку сите сакаат од државата да ги наплатат своите побарувањата, ќе мора да ѝ овозможат ново задолжување. Невозможно е државата да обезбеди средства за сиот долг кој го има, без притоа да се задолжи. Таквото ново задолжување, без исклучок, ќе мора да го прифати секој кредитор. Доколку само еден не дозволи задолжување и ги побара своите средства, тогаш наплатата на сите се доведува во прашање. Оттука, ако кредиторите ги фати паника и започнат со наплата на своите побарувања, за земјата нема да има никаква можна комбинација на персонален данок, преку која владата би обезбедила средства за исплата на обврските и генерирање на буџетски приходи.⁵⁵

Претходната анализа може да даде две забелешки. *Првата*, се однесува на ситуацијата во која сите доверители сакаат да им биде исплатен долгот. Тука спомнавме дека државата нема можност да обезбеди средства за исплата на сите обврски одеднаш. Тој услов се однесуваше на ситуацијата во која земјата има одбрано режим на фиксен девизен курс. Меѓутоа, ситуацијата во услови на флексибилен девизен курс е сосема спротивна. Имено, затоа што владата има можност за генерирање на дополнителни приходи преку депрецијација на домашната валута, во литературата се фаворизира флексибилниот девизен курс. Со него, државата може да најде услови за обезбедување средства за исплата на долгот, меѓутоа, таквото однесување во историјата не останувало неказнето од кредиторите на земјите.

Она што нас нè интересира е што е со случајот на доларизацијата. Имено, таквата ситуација, многу е блиска до онаа на режимот на фиксен девизен курс. Тука, условите во економијата би биле еднакво лоши како при нарушувањето на рамнотежата во услови кога сите кредитори ќе ги побараат своите средства. Имено, доколку некоја финансиска институција има потреба од ликвидност, која единствено може да ја обезбеди преку улогата на позајмувач во крајна инстанца, доларизацијата во земјата би нанела штети како во услови на целосно отповикување на долгот на владата. Елиминирањето на можноста за позајмување од централната банка многу лесно ќе предизвика големи финансиски турбуленции во економијата.

⁵⁵ Веќе спомнавме кај условот на нулта инфлација.

Во литературата можеме да сретнеме четири предлози за надминување на загубата од улогата на централната банка како позајмувач во крајна инстанца. *Првиот* предлог е земјата да воведо билаерална доларизација, со која ќе има склучено договор со централната банка на странската валута за непречен пристап на локалните банки до нејзините извори. *Вториот* е да се формира стабилизационен фонд, кој ќе ја игра улогата на позајмувач во крајна инстанца. Ограничувањето на овој предлог е економската моќ на земјите да обезбедат средства за таквиот фонд. *Третиот* предлог доаѓа од Calvo (1999). Со него, централните банки на земјите би требало да обезбедат кредитни линии од приватните меѓународни банки или дури од властите на странската земја, кои би биле употребени во услови на банкарски кризи. Постојат позитивни примери во кои земјите, кои се доларизирани (како Аргентина), ги осигурале своите кусорочни обврски со надворешни кредитни линии кои се активираат во случај на ненадејни повлекувања на средствата. На крајот, Fisher (2000), ја истакнува потребата од еден меѓународен позајмувач во крајна инстанца, кој на земјите би им поставил одредени мерки (политички и хипотекарни) како услов за нејзино прифаќање.⁵⁶

Со тоа, доколку сакаме да го измериме трошокот за изгубената можност на позајмувач во крајна инстанца, би требало да го утврдиме трошокот за обезбедување на кредитни линии за превенција на ненадејните повлекувања⁵⁷ или за учество во некоја од погоре споменатите форми. Се разбира дека во обидот да се квантифицира ваквиот трошок ќе мора да се земат предвид можните ризици за појава на неликвидност на меѓународните пазари, ситуација која е јасно изразена и во финансиската криза од 2009 година.

Сепак, мора да напомниме дека трошоците од загубата на улогата во крајна инстанца покрај претходно споменатите фактори, се помали и во услови кога земјата е парцијално доларизирана. Во таков случај, земјата има своја централна банка која располага со свој инструментариум за справување со кризи во финансискиот систем. Меѓутоа, како и во претходниот случај, и тука можеме да ги оспоруваме нивните можности. *Прво*, употребата на монетарната политика како противцикличен инструмент (или како начин за влијаење врз агрегатната побарувачка) ќе биде

⁵⁶ ММФ, Меѓународниот монетарен фонд ја игра таа улога, меѓутоа, мора да се спомене дека има потреба од преземање на дополнителни мерки со кои би се зголемила неговата способност во исполнување на улогата на позајмувач во крајна инстанца.

⁵⁷ Во литературата познато како „sudden stops and capital reversals“.

ограничена од присуството на висока стабилност на односот помеѓу локалната валута и доларот. Во таков случај, централната банка ќе има лимитирани капацитети за ефективно контролирање на ликвидноста на финансискиот сектор, затоа што понудата на пари ќе има и странска компонента, која е надвор од нејзините ингеренции. *Второ*, во случај на високо ниво на доларизирани обврски, девалвацијата на валутата ќе има катастрофални последици врз билансите на должниците. Токму поради тоа, и во овој случај монетарната политика (преку девалвација на својата валута), како начин за поттикнување на дефлационите урамнотежувања, би нанела сериозни последици врз домашната економија.

Со овие забелешки, на крајот би сакале да дадеме уште неколку, кои сами се наметнуваат преку елаборација на моделот. Имено, според она што го спомнавме погоре, резултатите би биле валидни само тогаш кога во услови на употреба на домашна валута земјата би била имуна на ненадејни одлевања на капитал, а изложена на големи одливи кога е доларизирана. Ова директно се коси со тврдењето дека токму доларизацијата директно ја намалува надворешната неизвесност на земјата, кое впрочем е најјакиот аргумент за неа.

Еден друг заклучок до кој нè носи анализата на моделот е дека каматните стапки за земјата која е доларизирана (парцијално) би биле повисоки од оние на меѓународните пазари. Токму заради можноста за евентуален банкрот, странските кредитори ќе бараат повисоки приноси за стапката на ризичната премија за кредитен ризик. Ова, уште еднаш се коси со другиот голем аргумент за доларизацијата, а тоа е дека токму таа ќе влијае врз намалувањето на трошоците за финансирање на надворешниот долг на земјата.

1.3.6 Доларизацијата и дефлацијата на долгот

Како што спомнавме погоре, најголемиот трошок со кој се соочува една земја, кога е доларизирана, е загубата на независноста на монетарната политика, а преку тоа и улогата на позајмувач во крајна инстанца и можноста за намалување на негативните ефекти на дефлационите процеси во земјата. Во претходниот дел ги елабориравме можностите на улогата во крајна инстанца во услови на доларизација. Тука, во продолжение ќе ги споменеме и ефектите во процесот на дефлација во економијата.

Calvo (1999), истакнува дека, веројатно, дефлационите процеси се најсериозните предизвици и опасност во една земја која води фиксен режим на девизен курс, а уште повеќе ако таа е доларизирана. Неговите аргументи се основаат на фактот дека дефлационите приспособувања вообичаено имаат многу сериозни негативни последици за компаниите и индивидуалците кои се задолжени. Овој феномен во литературата е познат како „дефлација на долгот“, во чии услови дури и ефикасните компании можат да се соочат со сериозни финансиски проблеми. Тоа е така затоа што со процесот на дефлација во исто време паѓаат цените и приходите, без притоа да се случи тоа и со долгот.

Проблемот на дефлацијата на долгот за првпат го спомнуваат Keynes (1931) и Fisher (1933), поврзувајќи го со дефлацијата и кризата во триесеттите години на XX век. Во основата на оваа теорија стои претпоставката дека каматните стапки на кредитите не ги детерминира државата.⁵⁸ Така, секое неочекувано намалување на цените низ разните трансмисиони канали во економијата на крајот води до банкротства. Оттука, ако се има предвид дека масовните банкротства со себе носат и социјални трошоци, можеме да ја прифатиме теоријата на Fisher (1933), кој тврди дека токму овој феномен (дефлацијата на долгот) е главната причина за големата депресија.

Состојбата која е опишана погоре во литературата најмногу се поврзува со феноменот на „ненадејни запирања“ (анг. „Sudden Stops“). Тоа значи дека кога на агентите најмногу им требаат средства, во економијата престанува да функционира пазарот на капитал (Mendoza, 2006). Отривањето на ваквата состојба ги сруши парадигмите на теоријата за меѓународните реални бизнис циклуси (анг. „International real business cycles theory“ - IRBC), во која се истакнува дека постојат перфектни глобални пазари на капитал кои на домаќинствата им овозможуваат да ја контролираат својата потрошувачка, а компаниите да најдат средства за финансирање на продуктивните проекти. Токму теоријата за ненадејни стопирања ја отфрла тезата за постоење на перфектни глобални пазари, признавајќи нарушувања на финансиските пазари.

Теоријата на „ненадејните стопирања“ е од особено значење за нашата тема. Имено, емпириските докази укажуваат на тоа дека механизмот на дефлацијата на

⁵⁸ Каков што е случајот тогаш, но и сега; и особено за земјите во подем.

долгот има значаен квантитативен ефект во смисла на тоа дека ги зголемува: асиметријата, траењето и последиците врз макроекономските агрегати како последица на некој стандарден шок. На ова влијание се надоврзуваат и ефектите од „ненадејните стопирања“ како придружен елемент на секој бизнис циклус (Mendoza, 2006).

И покрај тоа што аналитичарите на доларизацијата го занемаруваат овој феномен, сметаме дека токму неговата анализа не смее да се изоставува, особено во доларизираните економии. Имено, доколку во доларизираната земја се случи драстично намалување на цените, монетарната политика на земјата во чија валута е доларизирана погодената земја нема да преземе никаква активност. Оставени сами на себе, носителите на економските политики тешко можат да обезбедат дополнителни средства неопходни за функционирањето на земјата.

Во услови на фиксен девизен курс, неможноста за приспособување на економијата преку флукутирање на курсот се компензира преку корекција на релативните цени. Таквата корекција, разбирливо, во најголем дел влијае врз секторот кој произведува трговски стоки. Токму преку овој канал и најмногу се очекува да се материјализира механизмот на дефлација на долгот. Во еден таков случај, нарушувањето на реалниот девизен курс ќе влијае врз намалување на перформансите и на производителите на стоки со кои не се тргува. Всушност, приспособувањето на девизниот курс ќе ја поттикне дефлацијата, но ќе влијае и врз намалување на побарувачката (продажбите). Тоа ќе влијае врз намалувањето на приносите и инвестициите во земјата. На крајот на процесот на приспособување, се очекува земјата да постигне ново рамнотежно ниво со кое би започнал процесот на генерирање на позитивни стапки на раст во економијата.

Како што видовме погоре, приспособувањето на реалниот девизен курс позитивно влијае врз секторот на нетрговски стоки како дел од производниот микс. Но, тоа е така сè додека нивото на доларизираност на компаниите е на „разумно“ ниво. Во оваа насока се и ставовите во литературата дека, поседувањето на доларизирани средства, на компаниите им носат бенефиции во добри времиња, во кои се ползуваат сите користи кои таа ги носи. Меѓутоа, ваквиот заклучок бара динамиката на дефлација на долгот да е „контролирана“. Само во такви услови, повисокото ниво на доларизација на долгот би значело и поголеми бенефиции за економијата (Galvani et al., 2003, цитирано во Lane 2003). Ова тврдење е спротивно на класичната економска мисла, во

кое дефлацијата на долгот носи единствено негативни последици за една економија, а особено ако се имаат предвид ефектите на наглите стопирања.

Во минатото можеме да идентификуваме бројни примери за да го изразиме влијанието на дефлацијата на долгот врз економијата. Ако се има предвид дека перформансите на земјите кои се високодоларизирани во услови на нагло стопирање на приливите на капитал ги достигнуваа оние на големата депресија, ваквите примери се уште подраматични. Сличен пример можеме да сретнеме и при последната финансиска криза. Имено, многубројните напори на Грција, заради ублажување на негативните ефекти од финансиската и должничката криза, упатуваат на теориските поставки на доларизацијата и дефлацијата на долгот.

1.4 Финансискиот сектор во услови на доларизираност

Во литературата поврзана со феноменот на доларизацијата постојат многубројни анализи што се поврзани со користите и трошоците кои таа ги носи за една економија. Поголемиот дел од овие користи и трошоци ги анализираме во претходните делови од овој труд. Како што можеме да видиме, тие се однесуваа на влијанието на доларизацијата врз економската состојба во една земја, при што, во најголем дел од тоа влијание се однесуваше на намалувањето на неизвесноста во економиите. Тоа е така заради тоа што овој феномен токму произлегува од јавните финансии (т.н. „теорија на почетен грев“) (Eichengreen, 2001).

Најбурните дебати кои се поврзани со оваа проблематика, како што можеме да видиме, всушност се однесуваат на прашањето за тоа кој режим на девизен курс влијае подобро врз стабилноста на финансискиот сектор во една земја. Во тие анализи, честопати може да се сретнат ставови во кои се тврди дека режимите на девизни курсеви кои не испраќаат јасни сигнали за долгорочната определба на политиките предизвикуваат големи финансиски кризи во земјите.

Еден од поддржувачите на прифаќањето на доларизацијата од страна на земјите, Eichengreen (2001), истакнува дека во услови на висока мобилност на капиталот, без оглед на определбата на монетарната политика, речиси е невозможно да се одржи

фиксен девизниот курс⁵⁹. Тој анализата ја продлабочува, истакнувајќи дека во такви услови,⁶⁰ дури и другите форми на режими на девизен курс, како раководено флукуирачки, таргетни зони, ползечки курсеви и слични режими блиски до фиксниот, кои експлицитно упатуваат на лимити на движењето на девизниот курс, се немоќни во избегнувањето на финансиските кризи. Ваквата констатација ја даваат и Klein и Marion (1997), тврдејќи дека низ историјата се покажува дека овие режими порано или подоцна доживуваат колапс.

Оттаму, секогаш кога се анализираат финансиските кризи во земјите во кои постои фиксен девизен курс, се истакнува улогата на овој режим во генерирањето на високи износи на средства во активата на банките која е изложена на девизен ризик. Токму определбата за фиксен девизен курс влијае врз банките да го занемарат овој ризик.⁶¹ Големата изложеност на девизниот ризик станува доминантен фактор за забрзување на дисторзиите во турбулентните времиња. Токму оваа појава, Goldstein (1998) ја истакнува како главно искуство од кризата во Азија (1997-1998).

Ваков поглед на улогата на режимот на девизен курс врз економската состојба во земјите, имплицитно упатува на две можности: земјите да го прифатат режимот на флексибилен девизен курс или, пак, да се доларизираат. Тука сакаме да споменеме дека интерпретацијата не треба да се сведе на тоа дека земјите имаат само два избора на режими на девизен курс. Напротив, во изборот на режимот на девизниот курс, монетарната политика мора да има превид дека треба да одбере таков преку кој најсилно ќе може да ги испраќа сигналите.

Calvo и Reinhart (2000), во својата студија јасно потврдуваат дека земјите кои ги напуштиле фиксните девизни курсеви продолжиле и понатаму со интервенциите на девизните пазари, со што уште еднаш, како и во претходните делови од овој труд, истакнуваме дека земјите сакаат да имаат контрола врз движењето на вредноста на својата валута. Меѓутоа, таквото однесување на централните банки силно ги охрабрува шпекулативните активности на девизните пазари. Доколку како дополнување имаме предвид дека во такви услови⁶² и банките не посветуваат внимание на валутната

⁵⁹ Вечната трилема на Mundell.

⁶⁰ На голема мобилност на капиталот.

⁶¹ Имајќи предвид дека во иднина нема да настанат никакви промени на девизниот курс, банките не посветуваат внимание на валутните неусогласености во нивните биланси.

⁶² Безрезервно бранење на девизниот курс.

структура на своите биланси, лесно може да заклучиме дека во финансискиот сектор постои „темпирана бомба“. Во таа насока, подобро е монетарните власти да не објавуваат кој е нивниот праг на толеранција на движење на девизниот курс. Еден од начините тоа да биде постигнато е тие да прифатат доларизација во рамките на својата економија.

Вака поставени, тезите за избор на режим на девизниот курс, директно ја поврзуваат доларизацијата со теоријата за оптималните валутни подрачја. Токму теоријата на оптималните валутни подрачја дава критериуми за тоа која земја би требало да прифати фиксен девизен курс,⁶³ а која не. Меѓутоа, доколку добро обратиме внимание, теоријата за доларизацијата мора да ја разликуваме од теоријата за оптималните валутни подрачја.⁶⁴ Впрочем, ако се има предвид дека теоријата за доларизацијата се појавува во едни специфични околности на финансиска криза,⁶⁵ треба да се истакне дека оваа теорија, всушност, во заднина ги анализира само финансискиот сектор, банките и капиталната сметка. Спротивно на ова, теоријата за оптималните валутни подрачја многу малку зборува за финансиски прашања (Calvo, 1999).

Имено, она за што ние зборуваме тука е комплетно различно од теоријата на оптималните валутни подрачја. Во овој дел од анализата на феноменот на доларизацијата, всушност, опфаќаме прашања кои се поврзани со стабилноста на финансискиот сектор. Во таа насока се истражува влијанието на доларизацијата врз подобрувањето или нарушувањето на оваа стабилност. Има ли овој феномен поврзаност со фискалната стабилност; и дали, всушност е полесно да се одржи буџетското салдо во услови на доларизација? Во крајна смисла, анализата се однесува на тоа, дали доларизацијата влијае врз поттикнување на економскиот раст на една земја.

Со други зборови, во обидот да се прикаже доларизацијата во своето светло, анализите на оние теории кои како услов за доларизација ги анализираат реформите во банкарскиот, финансискиот, фискалниот и пазарот на труд се со постар датум. Иако, таквиот број на анализи воопшто не е мал, денес главното прашање се однесува на тоа,

⁶³ Или, конечно доларизација.

⁶⁴ Види повеќе, De Grauwe (1994).

⁶⁵ Јужноамериканската.

дали доларизацијата ја елиминира нестабилноста на девизниот курс. Впрочем, прашањето е: Дали доларизацијата може да го стори тоа, без притоа да се исполни ниту еден сет на економски услови за зајакнување на банкарскиот сектор, урамнотежување на буџетското салдо, финансирањето на јавниот долг и намалување на ригидноста на пазарот на труд? Доларизацијата е одличен начин за изолација на девизниот пазар од проблемите кои ги третира теоријата на оптималните валутни подрачја (Eichengreen, 2001).

Она што во овој дел од трудот ќе се обидеме да го прикажеме е дали навистина доларизацијата влијае врз закрепнувањето на банкарскиот или финансискиот сектор. Всушност, без оглед на тоа дали ја употребуваат својата домашна валута или не, доколку колабира девизниот курс или, пак, стапките на инфлација излезат од контрола на носителите на макроекономските политики, земјите ќе имаат уништен банкарски сектор, фискални буџети и нарушени односи на пазарот на труд. Она што ќе се обидеме да го прикажеме е дали токму безусловното прифаќање на доларизацијата може да влијае врз превенирање на таа мизерија.

Во таа насока, ќе се осврнеме и на тајмингот на прифаќање на доларизацијата, како одговор на промените во финансискиот сектор. Впрочем, тука најгласни се дилемите околу тоа, дали бенефициите од воведувањето на доларизацијата се поголеми доколку таа се прифати кога во земјата владее стабилна макроекономска состојба или токму таа влијае врз забрзувањето на процесот на стабилизација (Eichengreen, 2002). Иста ваква дебата имаше и околу Европската монетарна унификација (Giovanni, 1990 и Corden, 1993). Од едната страна, претставниците на Германија, тврдеа дека пред да се случи европската монетарна унија мора да се приближат економските политики и перформанси на земјите⁶⁶ кои би членувале во неа. Спротивно на тоа, претставниците на Франција тврдеа дека со самото фиксирање на девизните курсеви ќе се случи и макроекономската и институционалната конвергенција.⁶⁷

За потребите на оваа анализа, тука ќе истакнеме два факта кои ги носи доларизацијата со себе. *Едниот* е дека, штом земјата прифати доларизација, тоа за носителите на макроекономската политика и економските агенти во земјата значи

⁶⁶ Мора да се намалат стапките на инфлација и да се постигне синхронизација на економските циклуси. Прекумерните долгови и дефицити, исто така мора да се намалат, а централните банки да ја зголемат својата независност.

⁶⁷ За она што се случи понатаму постои обемна литература.

трајна состојба. Знаејќи дека од таквата политика нема враќање,⁶⁸ тоа ќе влијае врз стабилизација на каматните стапки, зголемување на странските инвестиции, пристап до меѓународните пазари на капитал, итн. *Следниот* факт истакнува дека, штом во економијата веќе владее висока стапка на инфлација, високи буџетски дефицити, проблематичен банкарски сектор и политичка неизвесност, доларизацијата одеднаш и моментално би требало да ги реши сите проблеми.

Без оглед на тоа, во која од наведените ситуации го пронаоѓаме нашиот афирмативен став, мора да истакнеме дека без национален консензус за спроведување на реформите во правец на економско здравување, ни една од овие користи кои доларизацијата би ги донела не можеме прецизно да ја одредиме. Токму поради тоа што со воведувањето на доларизацијата се откажуваме од монетарната политика како силен штит против кризите, земјата или би постигнала огромни резултати спроведувајќи ги реформите врз политиките кои претходно биле фактор за предизвикување кризи, или би се соочила со големи политички и економски конфликти, кои би резултирале со големи макроекономски турбуленции.⁶⁹

Како што гласи насловот на овој дел од трудот, тука ќе се осврнеме на влијанието на доларизацијата врз финансискиот систем. Имено, тука сакаме да покажеме два фактора кои би можеле да влијаат во тој правец.

Едниот е отстранување на улогата на *позајмувач во крајна инстанца* како фактор кој влијае врз подобрување на билансите на банките. Доколку имаме предвид дека еден менаџер на банка е свесен дека неговата финансиска институција е преголема за да се дозволи да пропадне, тогаш финансискиот сектор е соочен со проблемот на моралниот хазард на тој менаџер. Во услови, во кои секој е сигурен дека последиците од неговото неодговорно однесување ќе ги поднесе некој друг, тогаш тој нема да се однесува рационално. Токму доларизацијата преку елиминирање на можноста за позајмување во крајна инстанца, го елиминира моралниот ризик на менаџерите. Во такви услови, билансите на банките нема премногу да бидат изложени на незаштитен девизен ризик.

⁶⁸ Се разбира дека земјата може да ја врати својата валута, но трошоците врз макроекономската состојба со кои би можела да се соочи земјата се очекува да бидат многу големи.

⁶⁹ Заради тоа, уште еднаш би наспомнале дека воведувањето на доларизацијата бара обемна анализа.

Впрочем, занемарувањето на валутниот ризик кај банките е идентификувано како најголема опасност на финансискиот сектор. Најголемиот дел од средствата и обврските се деноминирани во некоја стабилна странска валута заради недовербата во домашната.⁷⁰ А токму условите во кои работат банките и анализата најмногу се однесува на нив. Имено, нивната чувствителност на информациите и големите негативни екстерналии кои би можеле да ги донесат на економијата ги прави да бидат дел од најрегуларната индустрија.

Сепак, мора да истакнеме дека улогата на позајмувач во крајна инстанца може да најде своја алтернатива. Една од нив може да бидат средствата на некој паричен фонд на странска валута со кој располага владата на една земја. Тој фонд секогаш би можел да се искористи, доколку некоја банка западне во финансиски тешкотии. Истото би можело да се случи и во услови кога владата нема таков фонд. Имено, ако таа е способна преку наплата на идните даноци да ги обезбеди средствата кои денес се потребни за санација на банката, владата би можела да се задолжи. Секако дека сме свесни дека овие две можности се многу поограничени од можноста да се испечатат парите (дури и во услови на режими на девизни курсеви или валутен одбор, кои лесно би можеле да се напуштат). Меѓутоа, последиците од таквата политика се многу дебатирани и лесно препознатливи во минатото.

На овие алтернативи би можеле да ја споменеме и онаа што ја применуваше Аргентина. Во оваа земја, централната банка наплаќаше провизии од сите банки во финансискиот сектор, преку кои средства обезбеди износ и до 10% од вкупните депозити на банките. Се разбира дека настаните во финансиските сектори можат да бидат многу турбулентни, па заради тоа и овие средства да не бидат доволни, но во такви, екстремни, услови дури и можноста за позајмувач во крајна инстанца би се довела во прашање.

Другиот фактор преку кој доларизацијата влијае врз развојот на финансискиот сектор е преку зголемувањето на улогата на домашните финансиски пазари. Имено, во услови кога сите учесници во економијата очекуваат идни неповолни движења на домашните пазари, секој од нив нема доверба кон домашната валута. Банките и компаниите кои се финансираат преку задолжување на меѓународните пазари не се во

⁷⁰ Што преносно значи недоверба на домашната политика.

можност тоа да го сторат во домашната валута.⁷¹ Таквата ситуација во која агентите се соочени со големи валутни нерамнотежи на своите средства (во домашна валута) и обврски (во странска валута) значи неизбежна финансиска криза при евентуална депрецијација на домашната валута. А, сè додека во една економија постои можност за депрецијација, странските кредитори ќе ги одобруваат средствата во некоја стабилна странска валута. Заради таквата состојба, домашниот финансиски пазар ќе биде плиток и ранлив (Echingreen, 2002). Тоа за домашниот финансиски систем значи вечна неликвидност и склоност кон кризи.

Несигурноста за идното движење на девизниот курс на домашната валута не влијае само на валутната структура на средствата во финансискиот сектор на земјата. Истото се случува и со рочната структура на билансите. Имено, на домашните пазари тешко може да се дојде до долгорочни извори на средства, токму поради неизвесноста. Во домашната економија, компаниите можат да позајмат единствено на кус рок, изложувајќи ги на ризик од идна промена на каматните стапки. Во такви околности, секогаш кога девизниот курс е нападнат, сите каматни стапки, па и кусорочните, растат. Таквите промени влијаат врз зголемување на трошоците за финансирање на долгот, предизвикувајќи низа банкротства во економијата. Ваквите ризици влијаат врз намалувањето на локалната интермедијација со што повторно домашниот пазар останува плиток, ранлив и зависен од позајмувачи во крајна инстанца.

Елиминирањето на домашната валута веднаш ги елиминира сиве овие проблеми. Валутниот ризик исчезнува, а компаниите можат да се задолжат на домашните пазари и на подолги рокови. Ваквата состојба, во која ниту рочните неусогласувања не постојат, лесно може да се оцени како финансиски многу стабилна. Потврда за ова се и движењата во земјите-членки на еврозоната. Имено, пред воведувањето на еврото, компаниите многу потешко можеа да дојдат до долгорочни извори на средства кои се деноминирани во домашна валута. Впрочем, токму воведувањето на една валута за европскиот финансиски пазар значеше зголемување на ликвидноста (Danthize et al., 2000, цитирани во Echingreen 2001).

⁷¹ Феномен познат како „почетен грев“ – „original sin“.

1.5 Теоретски модели на валутната супституција и нивните ограничувања

Во дефинирањето на видовите на доларизација, спомнавме дека еден од видовите на појавувањето на овој феномен е и валутната супституција на средствата во една економија. Во продолжение на оваа глава, сосема накусо ќе ги истакнеме видовите на модели преку кои би можеле да ја мериме висината на размената на средствата од домашна во странска валута.

1.5.1 Модели на валутната супституција

Првите истражувања поврзани со валутната супституција можеме да ги откриеме во трудовите во кои различно се дефинираат супституцијата на средствата и валутната супституција. Во нив, резидентите на една земја можат да поседуваат странски монетарни и немонетарни средства. Таквите анализи покажуваат дека супституцијата на средствата секогаш зависи од мобилноста на капиталот, додека, пак, валутната супституција се објаснува со постоењето на различни стапки на принос помеѓу домашните и странските средства. Вака поставени, факторите кои влијаат врз валутната супституција во никој случај не треба да ги поврзуваме со степенот на ликвидност кој агентите го добиваат од странските средства. Тука, агентите ги чуваат странските средства како чувари на богатството. Од друга страна, валутната супституција, се поврзува единствено со мотивите за поседување на средство за размена.⁷² Оттука, секогаш кога агентите имаат поевтин начин да дојдат до иста ликвидност, тие ќе престанат да ја употребуваат домашната валута. Зголемувањето на инфлацијата значи и зголемување на трошоците за трансакциите во домашна валута.

Меѓутоа, ваквата поделба на процесот на доларизација во една земја многу полесно може да се анализира во земји во кои постои поголема мобилност на капиталот. Познато е дека до 90-тите години на минатиот век, повеќето земји имаа затворени финансиски пазари, а со самото тоа и литературата овој феномен го препознаваше само како услови во кои агентите држат странски валути во своите портфолија. Ситуацијата драстично се менува по отворањето на финансиските пазари во 90-тите години на минатиот век. Calvo et al. (1993), покажуваат дека сите земји кои се дефинираат како високодоларизирани во овој период имаат енормни приливи на странски капитал. Најчесто истакнувана причина за динамиката на овие приливи е

72 Sevastano (1996) респективно ги користи термините: тесна и поширока доларизација во замена за валутната супституција и збирот помеѓу неа и супституцијата на средства.

диференцијалот на стапката на принос. Тоа беше резултат на две спреги. Од една страна, како последица на периодот на стабилизација, овие земји имаа многу високи реални стапки. Од друга страна, пак, меѓународните каматни стапки беа на многу ниски нивоа.

Во услови во кои можноста за моделирање на доларизацијата се сведува на депозитите во странски валути, овие инструменти мора да имаат третман на средства кои носат камата, исто како и обврзниците. Се разбира дека во наши услови сите депозити носат камата за имателите, но од теоретски аспект, а заради случајот во некои земји депозитите не носат или носат многу мали камати, ја даваме оваа забелешка. Причините заради кои депозитите во странски валути повеќе треба да се третираат како средства кои носат камата отколку како долари или евра, кои не носат никаков принос е заради тоа што таа камата може да биде дел од монетарната политика на земјата.⁷³ Прегледот на литературата покажува дека, во основа, постојат два вида на теоретски модели на валутна супституција. Оваа категоризација прв пат се појавува во истражувањето на Krueger (1983), а по него се појавуваат бројни истражувања кои го поддржуваат, како Mizen и Pentecost (1996).

Првиот тип на модели се т.н. *монетарни модели*. Овие модели се слични на моделите на монетарниот пристап на билансот на плаќања, во кои пак капиталната сметка и пазар се изоставуваат. Вториот тип ги опфаќа *глобалните модели*. Овие модели би можеле да ги делиме уште потесно, со тоа што во секој би ги опфаќале различните средства кои резидентите ги вклучуваат во своите портфолија. Така, на пример, би можеле да одвоиме три типа на подмодели: (1) Restricted „Money Services“ Model, (2) The Dynamic Optimization Model, и, (3) Unrestricted „Portfolio Balance“ Model. Она што во продолжение ќе го покажеме, е посебна елаборација на теориските основи на секој модел, со желба да се добие впечаток дека токму последниов е единствен модел кој ја обработува „индиректната одржливост“ помеѓу валутите и каматоносните средства.

⁷³ За да го охрабрат држењето на депозити во странски валути, монетарната власт често ја поставува нивната камата на повисоко ниво од она на рамнотежата. Со тоа го зголемува трошокот на банките кои земаат депозити во странски валути. На крајот, заради тоа, банките нудат дополнителни бесплатни услуги на штедачите кои оставаат депозити во домашна валута. За повеќе, види Rogers (1992).

1.5.1.1 Монетарни модели

Во основата на овие модели стои претпоставката дека акумулацијата на средства деноминирани во странски валути единствено настанува како резултат на дефицитите или суфицитите на платниот биланс. Со тоа акумулацијата ја поврзуваат со реалниот сектор во економијата. Поддржувачи на ваквата претпоставка се: Kouri (1976), Calvo и Rodriguez (1977) и Niehans (1977).

Меѓутоа, како што спомнавме погоре, ваквите модели во анализата не ги земаат предвид обврзниците, а капиталните приливи ги дефинираат само како парични приливи, во нив нема простор за анализа на каматоносните средства. Оттука, овие модели најмногу одговараат за анализа на земји во кои финансиските или капиталните пазари се неразвиени. Дополнително на тоа, овие модели немаат емпириска анализа, со што малку економисти ги земаат како основа за своите истражувања.

1.5.1.2 Глобални модели

Restricted „Money Services“ Model

Во основата на овој модел стојат две нивоа на одлучување од страна на економските субјекти во економијата. Со тоа, агентите прво го делат своето богатство на ликвидни и неликвидни средства, за потоа да утврдат во која валута би ги деноминирале своите ликвидни средства. Процесот на валутната супституција се одвива токму тогаш кога агентите ги префрлаат своите ликвидни средства од една валута во друга. Она што е важно да се заклучи од оваа теорија е независноста на ликвидните од неликвидните средства. Со други зборови, не постои можност за супституција помеѓу валутите и неликвидните средства. Во литературата, пак, токму оваа карактеристика претставува ограничување во моделирањето на депозитите во странски валути. Впрочем, сè додека моделот се однесува само на парите како средство за размена, со него би можеле да ги проучуваме интеракциите помеѓу валутите во економијата, а не и со каматоносните средства. Меѓутоа, заради тоа што Miles (1978) со овој модел инспирирал многу истражувања по него, и ние сакаме да го споменеме овде.

Овој модел се заснова на тоа дека агентите сакаат да ги максимизираат користите од услугите на парите, „S“. Дополнително на тоа, а разбирливо, парите се всушност ограничени со ограниченоста на буџетите на тие агенти. Производната

функција на услугите од парите е дефинирана со константната еластичност на супституцијата:

$$S = \left[\theta_1 \left(\frac{M}{P} \right)^{-\rho} + \theta_2 \left(\frac{M^*}{P^*} \right)^{-\rho} \right]^{-\frac{1}{\rho}}$$

Каде „ ρ “ е еластичноста на супституцијата, „ M “ побарувачка на домашна валута и „ M^* “, побарувачка на странска валута. Максимумот на оваа функција е условен од ограниченоста на парите, „ M_0 “, одреден од првата етапа од процесот на алокација на портфолиото:

$$M_0 = (1 + r) \frac{M}{P} + (1 + r^*) \frac{M^*}{P^*}$$

Вака поставен, моделот има три ограничувања. *Прво*, моделот претпоставува дека поголемата странска камата, нема да влијае само на пораст на побарувачката на домашна валута туку и на странска, како резултат на очекувањата за намалување на цените на обврзниците. *Второ*, спротивно на очекувањата, побарувачката за пари не зависи од доходот. *Трето*, паритетот на куповни сили останува ист во секоја точка на анализа, што емпириски не може да се потврди.

Joines (1985) и Bergstrand et al. (1990), надминуваат дел од недостатоците со поставување на повеќегенерален модел. Во него, побарувачката на пари (домашни или странски) ја дефинираат пошироко од националната економија. Со тоа, во моделот се внесуваат и странската побарувачка за странската валута и влијанието на движењето на цените. Меѓутоа, неможноста за емпириско потврдување и ограничената разменливост помеѓу ликвидните и неликвидните средства претставуваат големи ограничувања за овој модел.

The Dynamic Optimization Model

Станува збор за тип на глобални модели во кои многу појасно се препознава побарувачката за пари како средство за размена. Овој модел, за разлика од Restricted „Money Services“ Model, прави јасна разлика помеѓу парите и обврзниците во една економија. Оттука, во генералната рамка на овој модел, делот од реалните средства

потребни за извршување на трансакциите е даден со функцијата на „V“, ⁷⁴ која е инверзно поврзана со нивото на услуги кои ги пружат парите, „S“.

$$V=V(S), \quad VV_1 < 0$$

Исто како и во претходниот модел, нивото на услуги ги пружат и домашните и странските пари, „M“ и „M*“, односно:

$$S = S\left(\frac{M}{P}, \frac{M^*}{P}\right), \quad S_1 > 0, \quad S_2 > 0$$

Тука, вкупните реални средства, „a“, се дефинирани како:

$$a = \frac{M + EM^* + B + EB}{P}$$

Со тоа, акумулацијата на средства се добива како збир на вкупниот доход намален за потрошувачката. На тој износ се додава износот на добивките од вложените средства, кој се состои од каматите од држењето на обврзниците минус намалувањето на добивките како резултат на инфлацијата. Како што спомнавме на неколку наврати, во случајот кога агентите држат дел од своите средства во домашна и странска валута, евентуалните позитивни стапки на инфлација или депрецијацијата на домашната валута, за нив значат потенцијални загуби на вредноста на нивните средства. Оттука, главниот предизвик за оптимализација на портфолиото на агентите е да ја максимизира функцијата на корисност на средствата во портфолиото.

Имено, корисноста на средствата во едно портфолио, според овој модел, е функција на дисконтната стапка, девизниот курс и формулата за акумулација на средствата. Со тоа, стапката на маргинална корисност на домашните и странските средства во портфолиото директно зависи од реалниот девизен курс и каматниот паритет. Овие два фактора, исто така, директно влијаат и врз еластичноста на супституцијата на средствата, домашни и странски, во формирањето на едно портфолио.

⁷⁴ Заради тоа што V ги претставува трансакциските трошоци, овој модел понекогаш можеме да го сретнеме и како „модел на трансакциските трошоци“.

Она што можеме да го заклучиме од развиениот „The Dynamic Optimization Model“, е дека одредувањето на големината на валутната супституција можеме да го сториме или преку стапката на реалниот девизен курс или преку прикриениот каматен диференцијал. Меѓутоа, како што е познато, каматниот диференцијал е блиску поврзан со мобилноста на капиталот, заради што останува нејасно дали валутната супституција во овој модел е разграничена од мобилноста на капиталот. Имено, во овој модел основните претпоставки се дека и реалниот девизен курс, паритетот на куповни сили и прикриениот каматен диференцијал, на долг рок, треба да бидат исти помеѓу себе. Во такви услови, не постои можност за валутна супституција. Впрочем, штом домашните и странските средства се целосно заменливи (супститути), валутната супституција останува непотребна. Со други зборови, на долг рок, овој модел не дава основа за објаснување на валутната супституција.

Дополнителна забелешка на овој модел е тоа што и покрај очекувањето тој да има главно место во една побарувачка за пари, во неговата конечна форма доходот не се појавува. Сепак, ќе споменеме дека постојат емпириски процени за обемот на доходот во овој модел, de Vries (1988), Ratti и Jeong (1994), Milner, Mizen и Pentecost (1996). Меѓутоа, затоа што станува збор за логаритамска вредност на коефициентот извоз во однос на увозот, оваа мерка за доходот би требало да ја земеме со поголема резерва. Имено, теоретски кога доходот расте, тоа би требало да значи и зголемување на побарувачката за странски средства, што не е секогаш случај кога расте коефициентот на извозот во однос на увозот.

Unrestricted „Portfolio Balance“ Model

Самиот наслов на овој модел упатува токму на истражувањето на Tobin (1958), за побарувачката на средства во затворена економија. Имено, McKinnon и Oates (1966), го продолжиле тоа истражување, но на случајот на отворена економија. Потоа, во 1969 година, Тобин развива еден пристап на општа рамнотежа, кој е и основа на неговата популарна портфолио баланс теорија. По тие истражувања, Griton и Roper (1981), Cuddington (1983), Branson и Henderson (1985, цитирани во Backus и Kehoe 1989) и другите преостанати автори го прошируваат овој модел со вклучување на можноста за валутна супституција во една земја. Сите автори, слично како Tobin (1969), развиваат модели со кои сакаат да го опишат максимизирањето на приносот од богатството на агентите при едно ниво на ризик.

Со тоа, теориите за валутна супституција ги внесуваат средствата во странски валути како алтернатива за вложување во едно портфолио. Имено, ако до појавата на феноменот на доларизацијата, еден агент можеше да одбере помеѓу традиционалните средства за вложување, сега тој може да ја прошири својата инвестиција и на средства деноминирани во странски валути.

Во основите на оваа теорија лежат две главни претпоставки. Првата претпоставка има многу очигледни и едноставни импликации. Таа го претставува ефектот на супституција помеѓу побарувачката на средства во еден сектор. Оттука, затоа што богатството е фиксно, секое зголемување на побарувачката на едно средство како резултат на повисока каматна стапка при дадено ниво на ризик, мора да се одрази на помала побарувачка на некое друго средство. Тоа значи дека за секој сектор посебно, збирот на сите средства по промените на каматната стапка е еднаков на нула. Истото важи и за која било друга варијабла што влегува во функцијата која ја одредува секторската побарувачка на средства. Следната претпоставка го претставува ефектот на доходот. Тоа, едноставно кажано, значи дека за секој сектор порастот на богатството се распределува помеѓу расположливите средства. Така, повторно, збирот на промените на средствата, како резултат на промените на богатството во секторите е еднаков на нула.

На основа на оваа идеја, Gridon и Roper (1981), развиваат модел на валутна супституција во која вклучуваат три средства и еден сектор. Средствата што ги вклучуваат се: домашните пари, странските валути и немонетарните средства. Секторот, пак, што го обработуваат ги опфаќа домашните агенти. Со тоа, поставуваат модел на две функции на реална побарувачка на пари, кои се функција од очекуваната реална стапка на поврат на овие три средства и реалниот доход. По нив, бројни истражувања прават обид за појасно определување на појавата на валутна супституција. Во секој од нив провејува идејата за тоа дека агентите имаат широк спектар на средства кои би можеле да ги вклучат во своите портфолија, ставајќи акцент на средствата деноминирани во странски валути како важна варијабла за објаснување на побарувачката на пари во земјата.

Еден модел што остварил силно влијание во литературата поврзана со валутната супституција е оној на Cuddington (1983). Во овој модел, авторот, покрај можноста за инвестирање во домашни или странски пари, ги внесува како можности и инвестициите

во два нови немонетарни инструменти. Станува збор за немонетарни средства кои се деноминирани во домашна или во странска валута. Со тоа, тој го опишува постоењето и влијанието на домашните и странските обврзници во една економија. Во овој модел, анализата останува само на резидентите во земјата, а специфично е тврдењето за позитивната врска помеѓу порастот на нивото на доход и побарувачката за пари за трансакциски цели.⁷⁵ Ваквата претпоставка, заедно со онаа кај моделот на Тобин, имплицира на тоа дека, сè останато еднакво, повисоко ниво на доход значи и поголема побарувачка за пари, а при исто ниво на богатство и намалување на побарувачката за други средства. Во тој случај, само пораст на надворешното богатство може да предизвика пораст на побарувачката на сите средства.

Со тоа, придонесот на овој автор во литературата можеме да го дефинираме преку вклучувањето на обврзниците (домашни и странски), како и влијанието на номиналните приноси, кои се разликуваат од оние (реалните) кај Тобин. Токму тоа е и значајноста на овој модел. Имено, ако знаеме дека сите модели на валутна супституција во основа тврдат дека таа е предизвикана од високите стапки на инфлација, со анализата преку номиналните приноси, би го изолирале ефектот од промените на цените во економијата.

Кај овој модел, сосема накусо ќе го споменеме и придонесот на Branson и Henderson (1985), кои покрај секторот на резиденти, вклучуваат и втор сектор, оној на нерезидентите. Со тоа даваат модел на портфолио баланс теорија во отворена економија, кој е лесно прифатлив за анализа на голем број случаи во земјите. Сепак, и покрај тоа што ова е модел кој се создаден за истражување на валутната супституција, заради вклучувањето на девизните курсеви, овој модел многу интензивно е употребуван за утврдување на детерминантите на девизниот курс.

На крајот, ќе споменеме една друга група на истражувања, кои сакаат да ги измерат влијанијата на факторите кои се различни од оние поврзани со побарувачката на пари. Имено, Brand (1993), покрај анализата на стандардните четири средства во моделот,⁷⁶ ги вклучува и: политичкиот ризик, ризикот од високи стапки на инфлација и

⁷⁵ Сепак, и покрај тоа што важи за неразвиените земји, ова тврдење не може докрај да биде прифатено, особено на случајот на земји со многу развиени финансиски сектори, кај кои агентите лесно можат да пронајдат алтернатива на готовината.

⁷⁶ Домашните и странските пари; домашните и странските обврзници.

ризикот од големи промени на девизниот курс. Вака поставен, моделот изгледа дека е најкомплетен, а токму поради тоа е и најчесто употребуван во литературата.

Идејата зад презентацијата на теоретските модели за валутната супституција е да се даде основа за истражувањата во следната и во четвртата глава. Во нив, како што ќе можеме да видиме, заклучоците од овие модели наоѓаат примена во анализата на причините за доларизацијата.

Глава 2. ШТО ЈА ПРЕДИЗВИКУВА ДОЛАРИЗАЦИЈАТА?

2.1 Финансиска доларизација - поим.....	82
2.2 Причини за доларизацијата - основни концепти.....	84
2.2.1 Промена на инфлацијата и реалниот девизен курс.....	87
2.2.2 Висина на каматниот јаз.....	90
2.2.3 Портфолио аргумент.....	90
2.2.4 Улогата на каналот на пренесување (анг. Pass-Through).....	94
2.2.5 Временската неконзистентност и недостаток на доверба кон монетарната политика - институционален пристап.....	94
2.2.6 Постојење на (не)перфектни пазари.....	96
2.2.7 „Хистереза“ или „ефектот на неповратност“ (англ. Hysteresis or the Ratchet Effect)...	99
2.3 Финансиската доларизација и финансиската (не)стабилност.....	102
2.3.1 Валутни кризи.....	103
2.3.2 Ненадејно стопирање.....	105
2.3.3 Должнички кризи.....	106
2.3.4 Банкарски кризи.....	111
2.3.5 Улогата на девизниот курс врз настанувањето на финансиска нестабилност.....	112
2.4 Финансиската доларизација во земјите во развој.....	116
2.4.1 Кризата во Мексико, 1994-1995 година.....	118
2.4.2 Азиската криза, 1997-1998 година.....	125
2.5 Видови емпириски тестирања во теоријата и практиката.....	136

2.1 Финансиска доларизација - поим

Финансиската доларизација ја дефинираме како држење значителен дел од средствата и обврските на резидентите во форма на инструменти деноминирани во странска валута (Ize и Levy-Yeyati, 2003). Оттука, заради тоа што во почетокот оваа појава се анализирала кај земјите кои главно го одбираат американскиот долар за деноминирање на средствата и обврските, истата таа во литературата е именувана како „финансиска доларизација“ (Broda и Levy-Yeyati, 2003). Тука, ќе споменеме дека секогаш кога една земја користи странска валута (долар, евро, итн.), за деноминирање на средствата, за неа во овој труд ќе подразбираме дека е доларизирана или евроизирана. Таа терминологија ќе ја користиме низ целиот труд.

Galiani et al. (2003) и Levy-Yeyati (2006), истакнуваат дека земјите во развој, по својата природа, имаат слаби валути кои домашните и меѓународните економски агенти не ги прифаќаат како чувар на вредноста. Оттука, во домашната економија, финансиската доларизација е симптом на одбивање на локалната валута, а како резултат на тоа, агентите за чување на својата вредност ги одбираат странските, „цврсти“ валути.

Покрај дефиницијата на Ize и Levy-Yeyati (2003), и De Nicolo et al. (2003, 2005), додаваат дека финансиската доларизација претставува поседување средства и обврски од страна на резидентите, во сите форми на финансиски инструменти. Со тоа, тие ги опфаќаат банкарските депозити и кредити и небанкарските средства (комерцијални записи и државни хартии од вредност) во странски валути. Слично на нив, Lusa и Petrova (2003), истакнуваат дека финансијата доларизација се појавува кога значаен дел од домашните финансиски договори на резидентите се деноминирани во странска валута. Со тоа, дополнувањето на дефинициите за финансиската доларизација, ги имплицира двете форми во кои таа може да се појави: (1) домашна (на пример, финансиски договори помеѓу резидентите како домашни депозити или кредити) или (2) надворешна (финансиски договори помеѓу резидентите и нерезидентите како надворешен долг) (Ize и Yeyati, 2005).

Во слична насока, Arteta (2003), ја дефинира финансиската доларизација како „екстензивно присуство на доларски средства и обврски“ во домашниот банкарски

систем. Ize и Paggado (2002), финансиската доларизација ја дефинираат како употреба на индексирани депозити, кредити и други финансиски договори.

Според Broda и Levy-Yeyati (2003b), финансиската доларизација може да биде во форма на странско позајмување или како депозитна доларизација. Во согласност на тоа, Reinhart, Rogoff и Sevastano (2003), како финансиски доларизирана економија ја дефинираат онаа во која поединците и компаниите можат да поседуваат сметки деноминирани во странска валута, и/или во која приватниот и јавниот сектор може да позајмува дома и надвор во странска валута. Всушност, како што еднаш спомнавме, деноминацијата во странска валута на надворешниот долг е позната како доларизација на обврските (Calvo, 2002). До почетокот на XI век, доларизацијата подразбираше постоење на средства деноминирани во странски валути, меѓутоа, по банкарските и валутните кризи, концептот на доларизација на обврските, кој има големо влијание врз ранливоста на економиите од надворешните шокови, започна да го привлекува вниманието на економистите.

Ize и Powell (2004), многу специфично, идентификуваат четири типа на (de facto) финансиска доларизација:

1. Макроекономска доларизација за заштита од ризиците (анг. macroeconomic hedging dollarization), која е резултат на инфлацијата и промените во девизниот курс од една страна и аверзијата кон ризикот и портфолио-ефектите од друга страна;
2. Доларизација од неперфектни пазари (анг. market imperfection dollarization), која се појавува како резултат на слабите и неефикасни домашни девизни пазари. Овој вид на доларизација може да се појави и заради дисторзиите кои ги прават регулаторите заради што растат трошоците на интермедијација на домашната валута;
3. Доларизација од банкротства (анг. default dollarization), која е резултат на ризикот од банкротство на должникот;
4. Доларизација од моралниот ризик (анг. moral hazard dollarization). Во случај депозитите да бидат осигурени од ризик во некоја осигурителна шема, склучувањето на договори во долари заради елиминирањето на ризикот од девалвација дозволува банките да одобруваат кредити со пониски камати,

притоа пренесувајќи го тој ризик на централната банка или фондот за осигурување на депозитите.

Финансиската доларизација е широко распространет феномен низ земјите во развој и во економиите во подем. Високата инфлација и ненадејните депрецијации на домашните валути предизвикаа банките и нивните клиенти во овие земји да пренасочат дел од нивите бизниси кон депозити и кредити деноминирани во странска валута. Доларизацијата се појавува како слободен избор на рационалните економски агенти кои го намалуваат потенцијалот за загуби од инфлациското финансирање, а обезбедуваат и поголема диверзификација на портфолиото. Со тоа, можноста за избор на валутата на средствата на агентите, на крајот влијае врз намалување или елиминирање на притисокот врз „бегството на капиталот“, англ. „capital flight“ (Havrylyshyn и Beddies, 2003).

Низ историјата можеме да сретнеме многу тешки финансиски кризи, кои се појавуваат во земјите во кои финансиската доларизација има значаен удел. Оттаму, заради разбирање на динамиката на кризите, или погенерално, на макроекономските перформанси, феноменот на финансиската доларизација треба внимателно да биде анализиран. Заради тоа, клучното прашање е: Дали треба да се избегнува процесот на доларизацијата? Во тој контекст се наоѓа и анализата за тоа што ја предизвикува неа. На крајот, денес можеме да заклучиме дека постојат многубројни емпириски анализи за детерминантите на валутната структура на средствата и обврските на агентите. Во продолжение на оваа глава, ќе ги истакнеме клучните заклучоци кои академските истражувања ги откриле, а се поврзани со причините на финансиската доларизација.

2.2 Причини за доларизацијата - основни концепти

Најголемиот дел од литературата која се занимава со причините и искуствата на доларизацијата се однесуваат на примерите на земји од Латинска Америка. Тоа е така, затоа што земјите како Боливија, Аргентина, Мексико или Перу, во последните триесет години, имаат искуство со валутната супституција. Сепак, појавата на еврото, големата економска поврзаност и евроаспирациите на земјите од европскиот континент, во последните десет години влијаеја и овие земји да го зголемат уделот на евроизација на своите економии, а со тоа и економистите кои се занимаат со нив, да се зголеми.

Литературата која се занимава со ова прашање дефинира многу причини кои влијаат суфицитните економски единици во овие земји да ги чуваат своите заштеди во странски валути. Во овој дел ќе се обидеме да ги сублимираме економските феномени кои ги мотивираат агентите да ги доларизираат своите средства и обврски. Ако движењето на макроекономските варијабли во различните економии покажува дека „де факто“ доларизацијата е рационален одговор од економските агенти на загубата на довербата кон домашната валута, тогаш би требало да се прифати дека „број еден“ причина зошто доларизацијата се појавува е инфлацијата. Тоа е така, затоа што економските агенти во економиите, кои имаат хронично високи стапки на инфлација, користат странска валута за да ги намалат негативните последици од неа. Поради тоа, американскиот долар и еврото ги заменуваат локалните валути во земјите со високи стапки на инфлација.⁷⁷

Покрај инфлацијата, важни детерминанти на доларизацијата се и очекувањата за депрецијација на домашната валута, каматните распони и националната аверзија кон ризикот. Тука би можело да се додадат и временската неконзистентност и недостатокот на довербата кон монетарната политика, пазарните аномалии и моралниот ризик кој произлегува од осигурувањето на депозитите (Ize и Powell, 2004); управувањето на средствата и обврските, профитабилноста, концентрацијата и управувањето на ризикот кај банките и компаниите. Исто така, од институционална перспектива, доларизацијата зависи и од отвореноста на економијата, длабочината и големината на финансискиот систем и правните пречки и трансакциските трошоци кои се поврзани со обезбедувањето на странска валута.

Во литературата можеме да најдеме многу автори кои се занимаваат со проблематиката на доларизацијата, кои заради подобро разбирање на факторите кои ја детерминираат, во основата на своите истражување, даваат и показатели за мерење на степенот на доларизација во земјите. Обемната литература поврзана со ова прашање можеме да ја поделиме во три главни групи. Овие три гледишта не се целосно независни едно од друго, ниту пак се контрадикторни во нивните основи, но сепак, нивните заклучоци се различни.

⁷⁷ Аргентина, Боливија, Мексико, Белорусија, Турција, итн.

Првото, кое ја употребува теоријата на валутната супституција, претставува една од најстарите теории за појавата и динамиката на промени на доларизацијата кај земјите во развој. Оваа теорија ја смета инфлацијата за најзначаен фактор за појавата доларизацијата. *Следното* објаснување е теоријата на минимална варијанса на портфолиото, која е развиена од Levy-Yeyati (2006) и Ize и Levy-Yeyati (2003). Според оваа теорија, за појавата на доларизацијата многу повеќе придонесуваат промените во стапката на инфлацијата и депрецијацијата на реалниот девизен курс, отколку очекуваната инфлација и депрецијацијата на номиналниот девизен курс. *Третата* теорија, која е развиена од Rajan и Tokatlidis (2005), се однесува на влијанието на квалитетот на институциите врз нивото на доларизација.

Сите три теории имаат различен пристап, но на крајот се сведуваат на влијанието на нивото на инфлацијата. Токму поради тоа, во продолжение на овој дел, поопширно ќе се осврнеме на карактеристиките на секоја од нив. Дополнително, затоа што финансиската доларизација може да има повеќе форми, вклучувајќи ја кредитната и депозитната доларизација, овој дел од трудот ќе даде објаснување на трите теории преку разграничување на депозитната и кредитната доларизација.

Степенот на доларизација е ендегено детерминиран од оптимизирањето на агентите помеѓу ограничувањата на политиките и технологијата. Изучувањето на теоријата поврзана со однесувањето на различните класи на агенти кои избираат помеѓу домашните и инструментите деноминирани во странски валути, може да помогне во објаснувањето на врските помеѓу степенот на депозитна и кредитната доларизација и другите макроваријабли или варијаблите на финансискиот сектор. Со тоа, доколку постои силна врска помеѓу предметот на истражување на овој труд и независно променливите варијабли од моделот на истражување, лесно би можеле да дадеме претпоставка за идните нарушувања на економската благосостојба преку настанување на финансиски нерамнотежи или преземање на соодветни макропрудентни мерки.

Во економските истражувања би можеле да сретнеме два типа на фактори кои влијаат врз финансиската доларизација: фактори придвижувани од побарувачката и фактори придвижувани од понудата на доларизирани средства. Во нив, домашните банки позајмуваат во странски валути, а факторите кои влијаат врз зголемувањето на понудата на средства деноминирани во странски валути се поврзани со специфичните

техники на управувањето на средствата и обврските на банките, профитабилноста, концентрацијата и управувањето на ризикот. Од друга страна, побарувачката на овие средства е резултат на управувањето на обврските, аверзијата кон ризикот и профитабилноста на компаниите. Дополнително на тоа, како детерминанти на доларизацијата може да се сметаат и специфичните индикатори, поврзани со општите услови за заштита од ризиците, либерализацијата и дерегулацијата на девизните пазари, неизвесноста и недовербата во домашните политики, како и општото ниво на финансиски и економски развој.

2.2.1 Промена на инфлацијата и реалниот девизен курс

Уште во првите истражувања поврзани со доларизацијата, хронично високото ниво на инфлацијата се идентификува како главна причина на нејзината појава.⁷⁸ Имено, трајните секавања за инфлацијата во една економија проследени со податоците за монетарно „погрешно управување“, го зголемува учеството на финансиската доларизација (Sevastano, 1996). Дополнително на тоа, високите номинални нерамнотежи можат да влијаат врз засилување на улогата на странските валути во процесот на пресметките во една инфлациска економија (Guidotti и Rodriguez, 1992).

Всушност, овие објаснувања примарно се поврзани со пристапот на доларизација на плаќањата познат како „валутна супституција“. Како што спомнавме, валутната супституција може да се смета како еден од трите типа на неофицијалната доларизација, заедно со финансиската доларизација и реалната доларизација. Сепак, постојат автори кои сметаат дека валутната супституција е всушност последната фаза во процесот на доларизацијата, заради што е и терминологски одвоена од неа (Bahmani-Oskooee и Domac, 2003). Во таа смисла, за да се одлучи еден економски агент да ја промени валутата на своите парични средства, најпрво би ги деноминирал своите средства во друга валута, а потоа неа би ја користел како средство за размена. Во насока на дополнување на терминологијата поврзана со ова прашање, Khan и Ramirez-Rojas (1986), ја дефинира валутната супституција како „домашна побарувачка за странски пари“. Во оваа насока, и Calvo и Veng (1992), даваат уште поконкретна дефиниција како: употреба на повеќе валути како средства за размена во една земја.

⁷⁸ За преглед на целосната листа на референции, види повеќе во анализите на Levy-Yeyati и Arias (2003), Calvo и Vegh (1997), Savastano (1996) и Giovannini и Turtelboom (1994).

Валутната супституција ја истражува активната страна на билансот на состојба, осврнувајќи се посебно на прашањето, дали и зошто резидентите на една земја штедат во странски валути. Она што е актуелно во последно време низ економската литература е концептот на доларизацијата на обврските на тие резиденти. Оваа појава се идентификува како извор на валутна изложеност и ризик од надворешните шокови (Levy-Yeyati 2006, стр. 64).

Теоријата за валутната супституција ја објаснува појавата на големи износи на странски валути, особено во Латинска Америка, а како резултат на хронично високите стапки на инфлација. Како што презентираат Calvo и Vegh (1992), во земјите со високи стапки на инфлација, странските валути се доминантно употребувани како средство за пресметка. Тоа е така, затоа што „...од сите три функции на парите, оваа функција на домашната валута во услови на инфлација е најмногу изложена на промени“, (Calvo и Vegh, 1992). Имено, во услови на високи стапки на инфлација, со опаѓањето на довербата кон домашната валута трошоците за нејзината употреба растат, а трансакциите со неа се соочуваат со пречки (Levy-Yeyati и Agias, 2003).

Така, со порастот на ценовното ниво во една земја, вредноста на средствата, како што се недвижнините, започнува да се изразува во странска валута. Веднаш по тоа, одредени трансакции започнуваат да се извршуваат во странска валута, особено кога станува збор за трансакции кои вклучуваат големи трансфери на средства. Во таквите случаи, странските валути ја имаат функцијата на средство за размена.

Променливите стапки на инфлација го намалуваат апетитот за инвестирање во средства кои имаат неизвесни реални стапки на принос, каков што е случајот со депозитите во домашните валути. Недостатокот од индексирани инструменти, придружен со високи и променливи стапки на инфлација, придонесува во таквите земји да има висок степен на финансиска доларизација.

Во многу земји, во кои имало периоди на високи стапки на инфлација и неочекувани депрецијации, банките и нивните клиенти спонтано пренеле дел од нивните бизниси во депозити и кредити деноминирани во странска валута (Honoh и Shi, 2003 цитирано кај Yeyati 2005). Delago et al. (2002), истакнуваат дека несигурноста околу потенцијалната идна депрецијација придружена со високите стапки на реалната камата на кредитите во домашната валута ги прави кредитите во странски валути

поатракативни, без оглед на ризикот кој тие го носат со себе. Слично на тоа, заради избегнување на загубите од депрецијацијата на домашната валута, за да ја исполнат функцијата на чувар на вредноста, резидентите се пренасочуваат кон странските валути.

Големите и ненадејни намалувања на вредноста на домашната валута влијаат врз намалување на односот на депозитите и кредитите во домашна валута. Оттука, треба да се има предвид дека заради барањето на банките за поголем профит, тие во услови на очекувана идна депрецијација на домашната валута помалку ќе одобруваат кредити, а повеќе ќе бараат депозити во домашна валута.

Меѓутоа, ваквото тврдење има одредени предизвици. Најнапред, очекуваната инфлација не може да биде единствената причина поради која суфицитните економски единици во економијата ги држат своите заштеди во валути различни од домашната. Покрај сè, финансиските средства носат одредена стапка на принос и сè додека инвеститорите добиваат надомести за премијата за инфлацијата, не постои причина зошто агентите би ги деноминирале своите средства во странски валути.

Според Calvo и Vegh (1997), инфлацијата не би требало да влијае врз изборот на деноминацијата на средствата на агентите во една економија, сè додека е вклучена во номиналните каматни стапки. Меѓутоа, во реалноста токму каматоносните финансиски средства, поточно депозитите се со највисока стапка на доларизираност. Доколку реалните приноси на средствата деноминирани во домашна валута се еднакви на оние кај средствата во странска валута, не би требало да постои силна причина за штедачите да ги држат своите заштеди во средства деноминирани во странска валута.

Тука би сакале да спомнеме дека во литературата постојат бројни емпириски студии кои ја бараат врската помеѓу тековната инфлација и тековната депрецијација и стапката на финансиска доларизација. Во некои од нив, коефициентите на инфлација и депрецијација се или незначајни или премногу мали. Економистите овие резултати ги објаснуваат преку феноменот на „хистерезис“ во ефектите на минатите високи стапки на инфлација врз денешното ниво на доларизација и/или од слабите фундаменти на носителите на економските политики. Токму поради тоа, треба да се испитува врската помеѓу минатите стапки на инфлација или очекуваното идно нивно на инфлација и стапката на доларизација.

2.2.2 Висина на каматниот јаз

Во случајот кога резидентите користат странски валути како алтернативно средство за размена, односот на домашната валута и странската валута е обратно пропорционален на односот на нивните опортунитети трошоци. Порастот на каматните диференцијали во корист на домашната валута би требало да ја зголеми атрактивноста на домашните депозити од една страна, а да ја намали атрактивноста на кредитите во домашната валута од друга страна. Со тоа би се намалила депозитната, а би се зголемила кредитната доларизација.

Во услови на мал степен на доларизација или полудоларизирана економија, кога опаѓаат надворешните каматни стапки, доларизацијата има тренд на пораст. Намалувањето на надворешните каматни стапки значи дека банките ќе ги финансираат своите средства со извори „однадвор“, а тоа значи дека тие ќе одобруваат и кредити во странски валути, заради постигнување на валутна рамнотежа во нивните биланси, но и заради поголемата побарувачка за кредитите со пониски каматни стапки. Од друга страна, доколку висината на каматната стапка и можностите на штедачите за заштита од инфлацијата се ограничат, побарувачката на инструменти деноминирани во странска валута би се зголемила.

Тука би можеле да ја видиме и разликата помеѓу теоријата на валутната супституција и финансиската доларизација. Имено, супституцијата на валутата на средствата зависи единствено од диференцијалот на каматните стапки, додека валутната супституција од диференцијалот на стапките на инфлацијата. Така, ако прифатиме дека причините за овие два феномена се разликуваат, носителите на економските политики мора да прават разлика помеѓу валутната и супституцијата на валутата на средствата. Ова е многу повеќе изразено, затоа што супституцијата на валутата на средствата има многу големи импликации врз монетарната политика.⁷⁹

2.2.3 Портфолио аргумент

Како дополнување на аргументот за влијанието на каматниот јаз, во продолжение на трудот, ќе дадеме осврт на микроекономската димензија на промените на каматните стапки и инфлацијата врз степенот на финансиската доларизација. Станува збор за портфолио-пристапот кој нуди објаснување за високото ниво на финансиска доларизација. Значајноста на овој пристап е во неговата можност за

⁷⁹ Види повеќе Calvo и Vegh (1997).

објаснување на појавувањето на финансиската доларизација. Овој феномен може да се објасни дури и за една земја која постигнала значајна стабилност во својата економија. Според Ize и Levy-Yeyati (1998), одлуката на економските агенти да држат средства деноминирани во домашна, наспроти во странска валута, се базира на релативните очекувани приноси.⁸⁰

Оваа група автори дава алтернативно објаснување за причините на појавата на доларизацијата. Levy-Yeyati (2006) и Ize и Levy-Yeyati (2003), преку т.н. минимум варијанса на портфолиото (*minimum variance portfolio - MVP*). Тука, тие се фокусираат на променливото ниво на приносите на финансиските средства.

Како што е истакнато во литературата, Taylor (1985), цитиран во Stoughton (1993) прв го прифаќа овој аргумент во портфолио-изборот на домаќинствата. Според него, домаќинствата бараат средства деноминирани во долари тогаш кога корелацијата на нивните приноси во однос на приносите на другите средства е негативна и имаат ниска варијанса на нивните приноси. Тој истакнува дека моделите на монетарни услуги⁸¹ се многу подобри за објаснување на феноменот на валутната супституција, отколку што е портфолио баланс теоријата.

Овој заклучок, Ize и Levy-Yeyati (1998), го користат за да ја објаснат појавата на финансиската доларизација во која изборот на валутата е детерминиран од одлуките на банките за заштита на нивните биланси. Таа е особено важна за двете страни на доларизираниот банкарски систем, во кој банките преземаат мерки за да не се соочат со последиците од евентуално настанување на валутна криза. Така, во случај на висок степен на доларизација на долгот, каков што е случајот во многу земји во развој, неочекуваната депрецијација на домашната валута лесно може да значи рецесија за таа земја. Со него, тие откриваат дека стохастичните својства на средствата и обврските се клучен фактор за растот на доларизацијата.

Во овој модел за анализа, доларизацијата е условена од промената на стапките на инфлација и депрецијацијата на реалниот девизен курс, а не од очекуваната инфлација и депрецијација на номиналниот девизен курс. Со тоа, доларизацијата на

⁸⁰ Кои пак се условени од каматната стапка и стапката на инфлација во една земја.

⁸¹ Одлуките за тоа која валута агентите би ја држеле единствено зависат од условите во кои маргиналната корист што тие ја добиваат е еднаква на трошоците за позајмување на секоја од валутите (номиналните каматни стапки).

билансите на банките е резултат на оптимален одговор на девизниот и инфлацискиот ризик, со кои тие се соочуваат (Ize и Levy, 2003). Со оваа теорија, финансиската доларизација се дефинира како резултат на рамнотежата на пазарите во кои понудата и побарувачката за средства одбираат оптимална валутна структура (Armas et al., 2006).

Оваа теорија ја дефинира високата стапка на доларизација преку констатацијата дека високото ниво на доларизирани депозити се одразува на високата стапка на доларизација на кредитите. Со тоа, во услови на промени на девизниот курс во земјата, таа остава голем простор за настанување на кредитни кризи и покрај тоа што постои заштитата од валутната нерамнотежа. Односите помеѓу доларизацијата на кредитите и депозитите се базира на финансиската рамнотежа, која се движи околу паритетот на каматните стапки и алокацијата на портфолијата со минимум варијанса.

Ize и Levy-Yeyati (2003), го развиле портфолио-моделот со претпоставки дека банкарските депозити се во домашна валута, странска валута во домашната економија или странска валута надвор од земјата. Должниците, од другата страна на билансот на состојба, позајмуваат или во домашна или во странска валута. Оттука, домашните средства се состојат од три типа: домашни депозити во домашна валута (HCD), домашни депозити во странската валута (FCD) и депозити во странски валути држени надвор од земјата (CBD). Сиве овие средства имаат свои реални стапки на принос, изразени во индекс на домашни цени. Вклучувајќи го ризикот од земја кој HCD и FCD го носат со себе, додавајќи ја стапката на реален девизен курс на FCD и CBD и елиминирајќи го инфлацискиот фактор од HCD, ќе ни го даде доларскиот дел на MVP:

$$\gamma^* = \frac{(S_{\pi\pi} + S_{\pi s})}{S_{\pi\pi} + S_{\pi s} + S_{ss}}$$
 каде $S_{\pi\pi}$ ја изразува варијансата на инфлацијата, S_{ss} е варијансата на реалната депрецијација и $S_{\pi s}$ е стапката на корелација помеѓу овие две варијабли.

Со овој MVP коефициент, прво, лесно може да се види дека високата стапка на инфлација води до поголем процент на доларизација во земјата, што е и основа на теоријата на валутна супституција. Второ, порастот на флексибилноста на девизниот курс само може да помогне во намалувањето на стапката на доларизација, само ако води до пораст на девизниот курс во однос на промената на инфлацијата (Armas et al., 2006).

Со други зборови, процесот на де-доларизација, може да се постигне ако се зголеми ризикот од држење на странска валута во однос на ризикот од држење на домашна валута. Со ова, се додава една нова варијабла во анализата на динамиките на доларизацијата, со која монетарната политика игра важна улога во процесот на нејзината поддршка или демотивација. Во ваков случај, таргетирањето на инфлација со флексибилен девизен курс може да биде најоптимален режим на монетарната политика.

Постојат студии во кои однесувањето на финансиската доларизација во повеќе земји се дефинира со MVP и тоа со голема сигнификантност. Со овие истражувања, уште еднаш се докажува дека финансиската доларизација е на високо ниво тогаш кога во економијата има очекувања за зголемување на инфлацијата во однос на реалниот девизен курс, дури и по стабилизација на ценовното ниво. Сосема спротивно би било во земјите со високо ниво на реална доларизација. Во нив, намалувањето на доларизираност е ограничено дури и во услови на флексибилен девизен курс. Тоа е така заради очекувањето за намалување на номиналниот девизен курс, што би значело повисоки стапки на инфлација, и покрај тоа што реалниот девизен курс би останал непроменет.

Доколку сакаме да заклучиме, би истакнале дека доларскиот дел на MVP на банкарските депозити е детерминиран од варијансите на стапката на реалниот девизен курс и цените на домашниот пазар и нивната меѓусебна врска. Дополнително на тоа, депозитите во странски валути и кредитите во една економија се во меѓусебна врска на пазарите на капитал. Таквата интеракција води до рамнотежа на домашните каматни стапки, која зависи од каматниот паритет. Со тоа, номиналните каматни стапки нема да бидат условени од нивото на финансиската доларизација во земјата. Оттука, за позната варијанса на инфлацијата, порастот на варијансата на стапката на депрецијација го намалува нивото на доларизација преку лимитирање на користите од заштитата со доларски средства.

Како дополнување на овој ефект на макроекономските политики, влијанието на регулативата и структурата на институциите се исто така значајни детерминанти на доларизацијата во земјите (De Nicolo et al., 2003). Ова е поврзано со третиот начин на мерење на доларизацијата, а тоа е институционалниот поглед.

Една важна импликација на овој модел е тоа што укажува дека нивото на финансиска доларизација ќе опстојува сè додека промените на стапката на инфлација во економијата ќе значат и промени на девизниот курс. Ваквата состојба е можна дури и во услови на ниска инфлација.

2.2.4 Улогата на каналот на пренесување (анг. Pass-Through)

Според Ize и Levy-Yeyati (1998), брзото пренесување на промените на девизниот курс врз нивото на цените во домашната економија влијае врз стабилизација на реалниот девизен курс, а преку тоа и врз зголемувањето на доларизацијата во таа земја. Ваквото тврдење е потврдено во економските истражувања, преку силната корелација помеѓу нивото на доларизацијата и брзината на пренесување на ефектите од девизниот курс во економијата (Honohan и Shi, 2003). Дополнително на тоа, Reinhard et al. (2003), откриваат дека ефектот на промените на девизниот курс врз стапката на инфлација е различен во земјите кои се доларизирани. Всушност, во нивното истражување се укажува дека во земјите кои имаат повисока стапка на доларизација, брзината на пренесување на ефектите од девизниот курс врз инфлацијата е поголема.

2.2.5 Временската неконзистентност и недостаток на доверба кон монетарната политика - институционален пристап

Аргументот на временската неконзистентност го истражува влијанието на квалитетот на институциите на системот, кои би требало да се катализатор на доларизацијата (Levy-Yeyati, 2006). Овој аргумент уште е познат и како „институционален пристап“.⁸² Rajan и Tokatlidis (2005), истакнуваат дека институциите можат да влијаат врз нивото на доларизација преку нивното влијание врз инфлацијата. Тие тврдат дека:

„Слабите институции во земјите во развој прават тие уште потешко да можат да се справат со економските неприлики. Неприликите кои ги носат рецесиите, наместо да се управуваат на предвидлив начин, институциите сосема спротивно преземаат многу невообичаени мерки за нивното намалување. На пример, се толерираат селективните банкротства и високите стапки на инфлација. Во една ваква средина, а и во услови на ограничени можности за заштита преку договорните клаузули, најдобро за еден инвеститор е да се

⁸² И покрај тоа што Levy-Yeyati (2006), прв го користи терминот „институционален пристап“, пред него Sevastano (1996) и Calvo и Vegh (1992), силно ја изразуваат улогата на институциите во процесот на доларизација.

заштити од ризиците преку вложување во домашен депозит деноминиран во странска валута.“

Теоријата на институционалниот поглед најмногу се осврнува на степенот на доверба на политиките на носителите на макроекономските политики. Всушност, агентите во една земја покрај другите фактори, во своите анализи ги внесуваат и очекувањата за остварувањето на заложбите на носителите на политиките. Во неа, вербата дека владата на една земја сака и може да се справи со високите стапки на инфлација и нив да ги одржува на ниско ниво, најдиректно влијаат врз одлуките на економските агенти за валутната структура во која ќе ги чуваат своите средства.

Како дополнување на ова тврдење е и тезата дека, тогаш кога квалитетот на институциите е лош, или довербата кон владата за нејзината моќ во справувањето со инфлацијата е ниска, таа нема да биде во можност да ги убеди доверителите дека нема да ја намали вредноста на средствата преку зголемување на инфлацијата (Calvo и Guidotti, 1990). Во тој случај, владата сама ги доларизира нејзините обврски, заради испраќање сигнал за определбата за одржување на ниски стапки на инфлација во земјата. Ова е многу скапа алтернатива, но може да биде единствената што им останува на располагање на владите во борбата против инфлацијата.

Аргументот на временската неконзистентност и недовербата кон опстојувањето на заложбите на режимот на монетарната политика, исто така, може да ја објасни појавата на доларизацијата во една земја. Оваа теорија, во комбинација со анализата за веројатноста да не се исплатат обврските по кредити, ја објаснува доларизацијата без да ги користи ефектите на портфолио-изборот (Nicolo et al., 2003). Ова прашање централно се занимава со мотивите на владата, Caballero и Krishnamurthy (2003). Kydland и Prescott (1977) и Calvo (1978), укажуваат на тоа дека земјите кои ја користат монетарната политика за да ја зголемат економската активност и да ја намалат реалната вредност на јавниот долг, се соочуваат во мала доверба и високи стапки на инфлација. Во услови во кои инфлацијата ја намалува довербата кон монетарната политика, трошоците на јавниот долг деноминиран во домашната валута растат, а побарувачката за инструменти деноминирани во домашна валута се намалува.

Овој аргумент, даден од страна на Calvo и Guidotti (1990), се илустрира на случајот на режимите на фиксни девизни курсеви, во кои земјите имаат ограничена

самостојност. Тие објаснуваат дека, штом странските доверители купат инструменти деноминирани во домашна валута, владите имаат мотиви да извршат девалвација за да ја намалат реалната вредност на нивниот долг.⁸³ Оттаму, заради тоа што странските доверители ја антиципираат ваквата ситуација, во своите портфолија нема да вклучат средства деноминирани во странската валута (Caballero и Krishnamurthy, 2003). Од друга страна, недостатокот на доверба кон режимите на девизни курсеви кои немаат фискални фундаменти за да ја заштитат економијата од кризите, претставува дополнителна причина за зголемување на побарувачката на средства, деноминирани во странски валути (Licandro и Licandro, 2003).

2.2.6 Постојење на (не)перфектни пазари

Во групата на институционалниот поглед врз појавата на доларизацијата, покрај тезата за влијанието на малата доверба кон политиките на носителите на макроекономските одлуки, доларизацијата е и одговор на агентите на малите можности за заштита од ризик на домашните пазари. Така, во економската литература постојат и анализи на влијанието на доларизацијата врз акумулацијата на капиталот. Во нив, покрај прифатениот заклучок за главното влијание на стапката на инфлацијата врз зголемувањето на нивото на доларизацијата, се зборува и за еден нов пристап во нејзиното објаснување, а тоа е парадоксот на хистерезата. Ова објаснување, хистерезата на доларизацијата ја поврзува со две појави во економијата, а кои се изразени особено во време на високи стапки на инфлација. Едната е постоењето на неразвиен финансиски систем, а другата е непостоење или делумно постоење на финансиската интермедијација во земјата.

Постојат повеќе трудови кои ја објаснуваат оваа врска. На пример, Sevastano (1996), објаснува дека „релативната важност на странската валута во процесот на заштита од инфлацијата е инверзно поврзана со нивото на развиеност на финансискиот сектор“. Оттука, една земја која има добро развиени финансиски пазари во принцип е подготвена бргу да се приспособи на високите стапки на инфлација. Тоа е можно заради постоењето на финансиски инструменти кои носат високи приноси, а се ликвидни и деноминирани во домашна валута. Преку нив се зачувува реалната вредност на јавното портфолио (Sevastano, 1996). Примери за ваквата состојба се Чиле и Бразил, кои и покрај тоа што имаа високи стапки на инфлација во периодот од 1970-

⁸³ Исто и во Calvo (1996), Allen и Gale (2000).

1990 година, имаат незначително ниво на доларизација. Меѓу преостанатите карактеристики, овие земји имаат едни од најразвијните банкарски системи во Јужна Америка. Дополнително на тоа, Feige (2003), истакнува дека во земјите во транзиција, сите мерки за доларизацијата се поврзани со индексот на банкарски реформи на ЕБРД, кој е директна варијабла за мерење на финансиската развиеност.

Оттука, ќе прифатиме дека постои негативното влијание на високата стапка на инфлација врз финансиската интермедијација во една земја. Нарушувањето на финансиската интермедијација од страна на високото ценовно ниво во една економија, води до прифаќање на помалку ефикасни производствени технологии. Овој процес во литературата можеме да го сретнеме како „замка на доларизацијата“ (англ. „dollarization trap“). Имено, постои одреден опсег на стапки на инфлација во кој економиите „заглавуваат“. Ова стагнирање значи ниско производство, или во литературата познато уште и како „замка на развојот“. Тоа е случајот кога нето маргиналната продуктивност на капиталот е иста како приносот на доларските средства.⁸⁴ Единствениот начин да се излезе од оваа состојба на рамнотежа е да се намали инфлацијата под нејзиниот теориски праг.

Во овој дел само накусо ќе споменеме дека постои одреден инфлациски праг над кој производството и инфлацијата се негативно поврзани. Имено, постојат емпириски истражувања во кои се покажува дека при ниски стапки на инфлација, активноста на реалниот сектор и инфлацијата се позитивно поврзани. Меѓутоа, штом инфлацијата надмине одредено ниво, агентите во таа земја ги заменуваат депозитите со некоја странска валута (долари - непродуктивно ликвидно средство со константна вредност). Намалувањето на депозитите во банкарскиот сектор ја намалува финансиската интермедијација, а преку тоа и капиталните инвестиции во економијата. Како последица на тоа, во услови на висока инфлација, нивото на капитал и производството стануваат негативно поврзани со стапката на инфлација.

Врската на доларизацијата и негативните трендови во една земја, можеме да ја прикажеме и преку ефектите на намалувањето на вредноста на домашната валута. Broda и Levy-Yeyati (2000), истакнуваат дека острата и неочекувана девалвација автоматски води до намалување на доларската вредност на средствата деноминирани во

⁸⁴ Нето-принос на капитал = нето-принос на странска валута = dollarization trap.

домашни валути, а со тоа се намалува и солвентноста на должниците кои имаат долг индексиран со долари и на банките кои се валутно изложени. Во тој контекст, во недостаток на други инструменти за заштита од ризиците од флукуација на девизниот курс, сигурноста на депозитите и банките се гарантира со воведување шеми за осигурување. Сепак, мораме да истакнеме дека токму овие шеми уште повеќе го охрабруваат процесот на доларизација. Имајќи го предвид претходното, овие два автора ја анализираат врската помеѓу шемите за обезбедување на банкарската сигурност и доларизацијата. Поточно, тие анализираат две шеми за осигурување: фондовите за осигурување на депозитите и осигурување на банките (постоењето на позајмувач во крајна инстанца).

Оттука, осигурувањето на депозитите придонесува за намалување на трошоците поврзани со депозитите и кредитите кои се деноминирани во странски валути. Така, за секоја заштеда деноминирана во долари, шемата за осигурување на депозитите која ги опфаќа сите валути, носи голема корист затоа што доларските депозити по својата природа носат поголеми ризици (Broda и Levy-Yeyati, 2003a). Шемите, исто така, придонесуваат за намалување на повлекувањето на депозитите во услови на нестабилност на банкарскиот сектор. Сепак, ќе истакнеме дека токму овие шеми ги стимулираат банките да ги зголемат износите на средства деноминирани во странски валути, што пак, заради поголемиот морален ризик, можат да влијаат врз појавата на навалата на банките.

Burnside et al. (2001), покажуваат дека постоењето на можности за „спас“ на финансискиот систем го зголемува мотивот на приватниот сектор да презема ризик, што на крајот резултира со големи отворени девизни позиции. Заради тоа што носителите на макроекономските политики оставаат простор за нивна интервенција при евентуален банкрот во финансискиот сектор, компаниите не внимаваат на големината на долгот деноминиран во странски валути. На крајот, би сакале да истакнеме дека и покрај силните теориски аргументи, емпириските истражувања не наоѓаат силна врска помеѓу депозитната и кредитната доларизација и шемите за осигурување на депозитите.

Слични ефекти врз финансиската доларизација во една земја има и постоењето на позајмувач во крајна инстанца. Преку заштитата која би можела да ја даде, задолжувањето во крајна инстанца ја прави изложеноста на девизниот ризик поевтина. Со тоа банките ги занемаруваат ефектите на промените на девизниот курс врз нивните

биланси и дополнително се доларизираат. Ова тврдење е во согласност со резултатите кои ги имаат добиено Burnside et al. (2001), во кои потврдуваат дека, заради присуството на државни гаранции, банките треба да држат портфолио до максимално дозволеното ниво на ризик, заради целосно искористување на вредноста на тие гаранции. Овие гаранции можат да бидат сфатени и како еден вид обврска на централните банки за одржување на девизниот курс. Имено, ако тие интервенираат на девизниот пазар за да ги ограничат флукуациите на девизниот курс, ризикот кон кој се изложени банките ќе се намалува, а тоа ќе влијае врз зголемување на финансиската доларизација (Dooley, 2000).

Ваквото однесување на носителите на одлуките поврзани со финансискиот сектор во една земја формира маѓепсан круг. Така, секогаш кога финансискиот сектор во неа е доларизиран, а тоа значи постоење на макроекономски ризици, централната банка ќе има мотиви за чување на големи износи на резерви. Тие резерви би се користеле за одбрана на девизниот курс или за помош на финансиските институции кои заради неопходната девалвација би западнале во финансиски тешкотии.⁸⁵

2.2.7 „Хистереза“ или „ефектот на неповратност“ (англ. Hysteresis or the Ratchet Effect)

Веројатно најдобариот пример за „анализа на валутната супституција, но и анализа на супституцијата на валутата на средствата“ е литературата поврзана со „хистерезата на доларизацијата“. Guidotti и Rodriguez (1992) и Uribe (1997), ја анализираат појавата на „хистереза на доларизацијата“ врз основа на стандардните коефициенти на доларизација (FCDs/M₃) и брзината на оптек на монетарниот агрегат - M₁. Во сите истражувањата кои следат по нив се поставува истото прашање: Зошто агентите продолжуваат да инвестираат во депозити деноминирани во странски валути и покрај тоа што стапката на инфлација е ниска, а мобилноста на капиталот висока?

Потврда за постоењето на „хистереза на доларизацијата“ можеме да најдеме при анализата на константноста (перзистентноста) на стапката на доларизација во земјите од Латинска Америка во текот на 90-тите години на минатиот век. Во овие земји, и

⁸⁵ Broda и Levy-Yeyati (2003a), потврдуваат дека постоењето на заштита од банкротства го зголемува степенот на финансиска доларизација во земјата.

покрај тоа што се забележува драстично намалување на стапките на инфлацијата,⁸⁶ тие и понатаму имаат високи стапки на доларизација. Kamin и Ericsson (2003), на случајот на Аргентина, даваат и емпириска потврда за ваквото тврдење. Во земјите како Боливија, Чешка или Турција, исто така, учеството на средствата деноминирани во странски валути остана многу високо во подолг период по сведувањето на стапките на инфлација и депрецијација на домашните валути на ниско ниво.

Овие емпириски истражувања покажуваат дека феноменот на доларизацијата не може целосно да се објасни единствено преку влијанието на промените на стапката на инфлација во една земја. Најновите истражувања ја анализираат постојаноста на доларизацијата на финансиските средства и во услови кога земјата има постигнато стабилно ниво на движење на цените. Тие откриваат дека инфлацијата не е повеќе единствена релевантна причина за овој феномен.

Во традиционалните теории за побарувачката на пари е потврдено дека во услови на големи флукуации во економиите, побарувачката за постабилните валути расте. Имено, хистерезата може да е предизвикана и од недоволната доверба кон домашните монетарни средства (Feige 2003). Меѓутоа, токму овие теории немаат одговор на константноста (перзистентноста) на учеството на средства деноминирани во странски валути.⁸⁷

Едно објаснување на овој феномен, т.н. хистереза на доларизацијата, покрај Guidotti и Rodriguez (1992), даваат и Dornbush et al. (1991). Овие автори истакнуваат дека процесот на учење за употреба на една странска валута е многу скап; па оттука, штом ќе се добие потребното знаење и искуство, а еден значителен дел од средствата се претвора во странска валута, трошокот за враќање кон националната валута е обесхрабрувачки голем.

Од друга страна, пак, Uribe (1997), Peiers и Wrase (1997) и Oomes (2003), истакнуваат дека бројот на агенти кои ги деноминираат своите средства во странски валути расте заедно со стапката на доларизација во една земја. Тоа е така, затоа што колку е поголема доларизацијата во една земја, толку е поголем бројот на агенти кои се

⁸⁶ Ваквата константност се должи на очекувањата за повторно зголемување на ценовното ниво кои се темелат на минатите искуства кога повисоки инфлациски стапки се забележани бргу по постигнувањето на стабилност во економиите (Savastano, 1996).

⁸⁷ ... и покрај тоа што во земјата подолго време владее стабилна економска состојба.

подготвени да ја прифатат странската валута, а со тоа се намалуваат и трансакционите трошоци. Постооењето на овие позитивни екстерналии го зголемува поривот за држење на странски валути кај агентите, независно на вредноста на домашната валута или висината на приносите кои ги носат средствата деноминирани во неа.

Аргументот за трошоците на конверзија на валутите ја истакнува висината на трошоците како главен мотив за избор на валутата во која агентите ќе ги држат своите портфолија, без оглед на корисноста на валутата. Во потрагата по нови фактори кои влијаат врз степенот на доларизација во една земја, Kamin и Ericsson (2000), ги истакнуваат трансакциските трошоци за конверзија во домашната валута како главен фактор за постоењето на перзистентност кај стапката на доларизација, откако за време на високите стапки на инфлација во земјата, повеќето агенти ги деноминирале своите средства во некоја странска валута.

Хипотезата за постоењето на екстерналии, пак, истакнува дека користите од поседување на странски валути во нашите портфолија доаѓаат од големината на бројот на агенти во економијата со кои можеме да ги вршиме трансакциите, обезбедувајќи позитивни екстерналии на агрегатно ниво.⁸⁸ Меѓутоа, и покрај тоа што, од теориска гледна точка, овие хипотези изгледаат логични, во практиката не можеме да најдеме многу емпириски анализи кои ги поддржуваат.

Најчесто, емпириските истражувања за доларизацијата се однесуваат на откривање на врската помеѓу неа и бројни макроекономски варијабли. Во тие истражувања, ефектот на „хистереза“ се идентификува со „екстремните варијабли“, како „врвовите“ на каматните стапки, стапките на инфлација или депрецијација. Kamin и Ericsson (1993, 2003), покажуваат дека доларизацијата во Аргентина станала перзистентна по достигнувањето на највисокото ценовно ниво, состојба која тие ја дефинираат како перманентен шок на побарувачката на пари. Feige et al. (2002), откриваат дека последниот врв на стапката на депрецијација на валутата и доларизацијата се други екстремни варијабли во Аргентина. Mongardini и Mueller (1999), откриваат дека највисокото ниво на доларизација во Киргистан е токму објаснувачка варијабла на „хистерезата“. Слични резултати добива и Oomes (2003),

⁸⁸ Down и Greenaway (1993), направиле една добра паралела на овие две теории со начинот на избор на јазик. Имено, изборот на јазикот кој ќе го изучуваме во голем дел е условен од бројот на луѓе кои го зборуваат, но и „tarde off“ на изучување на друг јазик во замена за оној во кој веќе сме инвестирале за да го совладаме.

кога како екстремна варијабла го зема највисокото ниво на стапката на депрецијација во Русија.

Со овие излагања, можеме да одредиме три главни групи на истражувања на кои литературата мора да се осврне: (1) да објасни дали има импликации врз одредувањето на макроекономските политики во земјите со висок коефициент на супституција на средствата, а особено да анализира дали и колку се ранливи доларизираните банкарски системи; (2) да објасни што се случува со феноменот на валутната супституција во овие економии, особено затоа што анализите најчесто се однесуваат на коефициентите на супституција на средствата; (3) да ја проучи ликвидноста на различните монетарни средства кои се присутни во доларизираните економии.

2.3 Финансиската доларизација и финансиската (не)стабилност

Глобалната финансиска криза од 2007-2009 година претставува болно потсетување за многустраната природа на кризите. Имено, кога станува збор за нив, нема дистинкција помеѓу големите и малите или развиените и неразвиените земји. Финансиските кризи нудат еднакви и негативни можности за секого (Reinhart и Rogoff, 2009). Тие можат да настанат како резултат на внатрешни или надворешни фактори без оглед дали истите тие се наоѓаат во приватниот или јавниот сектор. Тие доаѓаат во разни облици и големини, еволуираат во разни форми, а за нив не постојат границите на земјите. На крајот, финансиските кризи бараат брз и опсежен одговор од политиките, како и големи промени во рамките на финансискиот и фискалниот сектор. Ваквите реформи најчесто не се спроведуваат од страна на една земја, туку тие се координирана акција на поголем број земји.

Како секоја криза до денес, така и последната го истакна значењето за темелно разбирање на финансиските кризи. Последната епизода јасно укажува на тоа дека импликациите врз финансискиот и економскиот сектор од финансиските турбуленции се мошне сериозни. Токму поради тоа, централно место во економската анализа зазема темелната анализа на причините кои ги предизвикуваат тие нерамнотежи.

Како што спомнавме претходно, финансиските кризи доаѓаат во разни облици. И покрај тоа, тие често се поврзуваат со еден или повеќе од следниве феномени: значајни промени во обемот на кредитирањето и на цените на средствата;⁸⁹ значајни нарушувања на финансиската интермедијација и достапноста на надворешни извори за финансирање на потребите на агентите во економијата; и, проблеми во билансите на компаниите, домаќинствата, финансиските посредници или државата.

Во литературата се посочуваат одредени фактори како причини на кризите, меѓутоа, и понатаму останува предизвикот за дефинитивно идентификување на нивните главни причини. Оттаму, во последните години можеме да сретнеме многу теории поврзани со ова прашање. Во нив, покрај со фундаменталните фактори – макроекономската нерамнотежа, внатрешните или надворешните шокови, финансиските кризи многу често се поврзуваат со т.н. ирационални фактори.⁹⁰ Во нив би можеле да ги вброиме „навалите“ на банките, пренесувањето на негативните ефекти низ финансиските пазари, лимитите на арбитражата во услови на економски „стрес“, појавата на прекумерен раст на цените на средствата, нагло стопирање на кредитирањето, брзи ликвидирања на отворените позиции и слични аспекти поврзани со финансиската нестабилност.

Во продолжение на овој труд ќе зборуваме за два типа на кризи. *Првите*, валутните и кризите на ненадејно стопирање, и *вторите*, должничките и банкарските кризи. Она што можеме да го заклучиме преку анализата на одредувањето на тоа која криза од каков тип ќе биде, преку квантитативни или квалитативни оценки, е дека главниот акцент на анализата се става на причините за нивното настанување. Токму тоа е и целта на теориите за објаснување на кризите. Она што во овој дел од трудот ќе го прикажеме, е влијанието на доларизацијата во овој контекст.

2.3.1 Валутни кризи

Валутните кризи генерално се дефинирани како големи депрецијации на валутите, предизвикани од шпекулативните напади врз нив. Кога зборуваме за

⁸⁹ „Asset price bubbles“ - Blanchard и Watson (1982), Garber (2000), Pastor и Veronesi (2006), Branch и Evans (2008), Evanoff et al. (2012), Scherbina (2013); „Credit booms and busts“ – Stiglitz и Weiss (1981), Lansing (2008), Ongena et al. (2009), Claessens (2010), Maddaloni и Peydro (2010), Mendoza и Terrones (2008-2012), Magud et al. (2012), Dell’Articcia et al. (2013).

⁹⁰ Впрочем, идејата на „животинскиот инстинкт“ англ. „animal spirit“, како извор на промените на финансиските пазари, многу одамна се смета за значајна компонента во објаснувањето на кризите. На пример, види кај Keynes (1930), Minsky (1975), Kindleberger, (1978), Soros (1987), Greenspan (1996), De La Torre и Ize (2011).

валутните кризи, лесно можеме да забележиме дека во нив би ги класифицирале и оние кај кои властите заради одбраната на вредноста на валутата, потрошиле огромни суми на средства од девизните резерви, нагло ги зголемиле каматните стапки или вовеле контрола на движењето на капиталот. При нивното објаснување можеме да се сретнеме со три генерации на валутни кризи кои настанале во последните четириесет години.

Првата генерација ги опфаќа моделите што ги анализираат последиците кои со себе ги носи намалувањето на цената на златото, кое било важно номинално сидро пред да се воведат флексибилниот девизен курс во 70-тите години на минатиот век. Со нив, најмногу се објаснуваат девалвациите на валутите на земјите од Латинска Америка и другите земји во развој (Claessens, 1991). Преку оваа генерација на кризи можеме да забележиме дека ненадејните шпекулативни напади на фиксниот девизен курс се резултат на рационалното однесување на инвеститорите, кое е резултат на финансирањето на дефицитите на државата со кредити од централните банки. Оттука, секој инвеститор ќе ја држи националната валута во своето портфолио, сè додека верува дека таквото однесување на државата нема да влијае врз нејзината вредност. Меѓутоа, неа ќе ја продава, штом стане јасно дека фиксниот девизен курс нема да може да се одржи.⁹¹ Таквото однесување, на крајот, резултира со значително намалување на средствата од девизните резерви, потребни за одбрана на вредноста на домашната валута и колапс на националната валута.

Втората генерација на модели ја истакнува важноста на повеќекратната рамнотежа.⁹² Овие модели покажуваат дека сомнежот за одржливоста на девизниот курс води до повеќекратната рамнотежа и валутни кризи (Obstfeld и Rogoff, 1986). Според нив, инвеститорите ги „напаѓаат“ валутите единствено заради тоа што очекуваат истото да го сторат сите преостанати инвеститори. Оттука, разликата помеѓу моделите од првата генерација, во кои причините за кризите се наоѓаат во макроекономските политики и оние од втората генерација, е тоа што во последниве, токму приспособувањето на макроекономските политики⁹³ ќе предизвика валутна криза (Flood и Marion, 1997). Со оваа генерација на модели се објаснуваат кризите на ERM,⁹⁴

⁹¹ KFG models (Krugman, 1979, Flood и Garber, 1986).

⁹² Литературата поврзана со „multiple equilibria“ се обидува да ги објасни прекумерните макроекономски нерамнотежи, долгорочната сиромаштија, и слични макроекономски феномени кои во стандардната теорија за рационално однесување се сметаат за аномалии.

⁹³ Активности кои се правилно насочени кон намалување на притисокот - „нападот“ на валутите.

⁹⁴ ERM - Exchange rate mechanism во земјите од EУ.

каде што земјите како Британија доживеаја девалвација во 1992 година, и покрај тоа што таа имаше конзистентност во макроекономските фундаменти (Eichengreen et al., 1996, Frankel и Rose, 1996).

Третата генерација на модели објаснува како промените на цените на средствата, вклучувајќи го и девизниот курс, влијаат врз нарушувањето на билансите на субјектите во економијата и настанувањето на валутните кризи. Со овие модели се опфатени кризите во азиските земји во 90-тите години на минатиот век. Нарушувањата на макроекономските варијабли пред кризата во овие земји биле многу мали,⁹⁵ меѓутоа, на страната на финансискиот и корпоративниот сектор имало многу проблеми. Токму тоа и го истакнуваат овие модели. Проблемите во овие сектори предизвикаа настанување на валутни кризи. На пример, Chang и Velasco (2000), покажуваат дека во случајот кога банките имаат голем износ на долг деноминиран во странски валути (финансиска доларизација), тој може да предизвика банкарски и валутни кризи.⁹⁶

2.3.2 Ненадејно стопирање

Моделите во кои се анализира ефектот на ненадејното стопирање ги поврзуваат нарушувањата во понудата на странски извори за финансирање и настанувањето на кризата. Тие се изедначуваат со моделите на третата генерација на валутни кризи, заради тоа што нивниот фокус е на несогласувањата во билансите – валутни и рочни, кај финансискиот и корпоративниот сектор (Calvo et al., 2006). Во нив се дава големо значење на улогата на меѓународните фактори (промените во меѓународните каматни стапки или јазот на ризичните средства) во настанувањето на „ненадејното стопирање“ во тековите на капитал. Овие модели може да се употребуваат за анализа на промените на тековната сметка и девизниот курс во услови на криза кај земјите во развој.

Ненадејните стопирања најчесто се среќаваат кај земјите кои имаат релативно мал сектор на разменливи стоки и голем износ на обврски, деноминирани во странски валути. Овој феномен ги погодува земјите со големи диспаритети во БДП по глава на жител, нивото на финансиски развој и девизен курс, како и земји со различни нивоа на девизни резерви. Сепак, можеме да препознаеме два елемента со кои се карактеризираат овие епизоди. Calvo et al (2008), забележуваат дека: малата понуда на разменливи стоки во однос на домашната потрошувачка – показател за потенцијалните

⁹⁵ Буџетски суфицити, дефицити на тековната сметка кои лесно се управувале.

⁹⁶ Познати како „Twin Crises“, или „Balance of Payments Crises“.

промени во реалниот девизен курс; и домашен банкарски сектор со голем износ на обврски деноминирани во странска валута (финансиска доларизација), ги зголемуваат шансите за настанување на „лошите времиња“.

2.3.3 Должнички кризи

Теориите за должничките кризи и банкротствата се директно поврзани со оние што го објаснуваат задолжувањето на државата. Како што ни е познато, меѓународните кредитори не се во можност да добијат хипотекарно обезбедување од некоја друга земја. Оттаму, покрај правните аргументи, во теоријата мора да се најдат и економски причини за постоењето на меѓународното задолжување. Моделите кои се развиени за анализа на овој феномен се базираат, симплифицирано кажано, на интратемпоралните и интертемпоралните ограничувања:

- Интратемпоралните ограничувања ја опфаќаат неможноста земјата која прогласила банкрот во иднина дополнително да се задолжи (Eaton и Gersovitz, 1981). Без пристап (повремено или трајно) до меѓународните пазари на капитал, земјата нема да биде во можност да ги ублажи внатрешните⁹⁷ шокови на доходот. Тоа е причина за настанување на криза во земјата.
- Интратемпоралните ограничувања, пак, ја опфаќаат неможноста земјата, која се соочила со меѓународни санкции или друг вид на отстранување од меѓународните пазари, да заработи странски девизни средства (Bulow и Rogoff, 1991). Недостатокот на девизни резерви од повеќе аспекти носи големи ризици за една земја. Поради тоа, потребата за избегнување на трошоците од овие ограничувања, ги стимулира земјите да се задолжуваат на меѓународните пазари (Eaton и Fernandez, 1995 и Panizza et al., 2009).

Она што сакаме да го истакнеме тука е дека, и покрај тоа што најголемиот дел од литературата се занимава со меѓународните должнички кризи, банкротот на домашниот долг не би требало да се занемари. Имено, погоре спомнавме дека една од главните причини за појавата на финансиската доларизација беа високите стапки на инфлација и недовербата кон макроекономските политики. Меѓутоа, токму монополот врз емисијата на пари од страна на овие политики бил злоупотребуван, а тоа секогаш резултирало со високи промени на ценовното ниво. Такви епизоди можеме да најдеме насекаде низ

⁹⁷ Идиосинкратични.

светот и во сите времиња. Почнувајќи од случајот на САД во 1770 година, кога стапката на инфлација била над 200 проценти, па сè до повоените хиперинфлации во европските земји. Во сите примери, намалувањето на долгот во форма на високи стапки на инфлација се следени со „рушење“, намалување на вредноста на валутите. Во минатото, земјите го намалувале својот долг со намалување на количеството на металот кое го користеле за ковање на парите. Тука ќе споменеме дека во историјата можеме да најдеме примери во кои банкротствата вклучувале и фискални репресии (Reinhart et al., 2011). Сепак, единствено што останува по намалувањето на количината на металот во парите, е потребното време за да се врати довербата кон нив.

Финансиските кризи во 90-тите години на минатиот век, за носителите на макроекономските политики и економистите во секоја земја, претставуваа лекција со која секој од нив научи дека структурата на јавниот долг на земјата е од исклучително значење. Кризите, како оние во Мексико или Русија, го подигнаа нивото на внимателност кога станува збор за структурата на јавниот долг. Оттука и заклучокот дека: „рочноста, валутната структура или типот на каматни стапки на долговите се најважните фактори за започнување или пренесување на кризите во многу земји“ (ММФ и Светска банка, 2003).

Имено, во периодот до 90-тите години на минатиот век, литературата најмногу се осврнувала на големината на долгот во однос на БДП или на структурата на надворешниот долг, додека структурата на внатрешниот долг многу малку била анализирана. Оттука, можеме да сретнеме примери во литературата за анализа помеѓу земјите, но во однос на големината на јавниот долг, во контекст на „нетолерантност кон долг“, (анг. Debt intolerance)⁹⁸ (Reinhart et al., 2003). Со оваа теорија, авторите покажуваат зошто некои земји можат да поднесат поголеми стапки на долг во однос на БДП, додека кај другите земји во развој многу пониско ниво на долг би предизвикало должнички проблеми. Така, кредитниот рејтинг на една земја во развој опаѓа многу побргу од оној на некоја друга земја во развој или развиена земја, во контекст на ист раст на долгот. Тоа е така заради големата улога на минатите епизоди на банкрот на земјата во создавањето на тековните тешкотии.

⁹⁸ Поимот „debt intolerance“ се однесува на неможноста на земјите во развој да се справат со нивоа на јавен долг кои се прифатливи за развиените индустриски земји.

Истражувањата што се однесуваат на оваа проблематика го анализираат нивото на доларизација или рочност на долгот во контекст на појавата на финансиските кризи. Некои се фокусираат на шоките на девизниот курс во услови на доларизација на обврските во економијата, додека други на шоките на ликвидноста или каматните стапки кога рочноста на обврските е покуса од онаа на средствата.⁹⁹

Ваквата тенденција, најмногу се должела на фактот што податоците за анализа на структурата на домашниот долг во земјите во развој биле многу оскудни. Тоа се менува со објавувањето на трудот на Jeanne и Guscina (2006), во кој се дава серија на податоци за структурата на домашниот долг, во смисла на рочноста, деноминацијата или, пак, индексираниоста, како и структурата на каматните стапки. Со тоа, се отвори патот за проширување на литературата во насока на детектирање на ефектите на таквата структура врз економските движења во земјите.

Истражувањата кои се занимаваат со рочната структура на јавниот долг објаснуваат зошто постои голема склоност кон кусорочен долг во земјите во развој, ако знаеме дека тоа значи голема ранливост на нагло повлекување на капиталот од нив, а со тоа предизвикувајќи и ликвидносни кризи. За ваквата дилема најчесто се истакнуваат две објаснувања. *Првото*, тврди дека кусорочниот долг го намалува проблемот на моралниот ризик и испраќа сигнал за продлабочување на довербата помеѓу владата и кредиторите. Calvo (1988) и Blanchard и Missale (1994), објаснуваат дека поривот на владите да го намалат својот долг преку зголемување на стапката на инфлација или депрецијација на својата валута, е многу поголем кога таа има долгорочен, неиндексиран долг во домашна валута. Rodrik и Velasco (1999) и Jeanne (2000), исто така, истакнуваат дека заради природата на кусорочниот долг, а тоа е брза исплата на долгот, се зголемува и одговорноста на должникот. Broner et al. (2004), пак, исто така, прават анализа, но од гледна точка на еден инвеститор на меѓународниот пазар на капитал. Тие истакнуваат дека, заради природата на долгорочните обврзници, вкупните ризици со кои се соочува еден инвеститор се поголеми. Тоа е и основата на второто објаснување, во кое, еден од факторите за висината на премиите е и рокот на достасување на долгот. Тоа е така, затоа што на долг рок неизвесноста од неповолните економски движења расте. Токму поради тоа што, покрај за останатите ризици кои ги носи една обврзница издадена од земјите во развој, инвеститорите бараат дополнителна

⁹⁹ На пример, види кај Krugman (1999), Aghion et al. (2000), и Jeanne (2004).

премија и за рочноста, овие земји издаваат кусорочен долг само за да ги намалат трошоците за сервисирање на долгот.

Меѓутоа, последните децении од анализата на финансиските кризи во земјите изнесоа на виделина едно ново и многу важно прашање, а тоа е валутната структура на долгот на земјите. Токму на ова прашање се посветува една друга група на автори. Имено, еден од факторите за намалување на премиите на ризик за задолжување на земјите е тоа тие да го прават во странска валута. Токму фактот дека задолжувањето во странски валути е поевтино, ги тера владите многу порешително да се задолжуваат во странски валути. Меѓутоа, тоа за нив значи зголемување на девизниот ризик. Levy-Yeyati (2006), го анализира проблемот на високото ниво на финансиска доларизација во една земја, а со тоа и трошоците за економијата од високата изложеност на странската валута, особено во услови на „бегство на ликвидноста“. Одредени автори ја анализираат структурата на јавниот долг во контекст на феноменот на „почетен грев“ (анг. original sin).

Прашањето околу валутата на долгот го анализираат и Claessens et al. (2004), преку анализа на улогата на институционалните и макроекономските фактори. Тие објаснуваат дека земјите со поголем пазар и развиен финансиски систем (мерено преку банкарските депозити и пазарната капитализација на акциите) имаат многу поразвиен домашен пазар на обврзници, а со тоа и можностите за задолжување во домашната валута се поголеми. Дополнително на тоа, како фактор кој го зголемува нивото на доларизација на долгот се истакнува и помалку флексибилниот режим на девизен курс. Mehl и Reynaud (2005), во своето истражување околу структурата на долгот, домашниот „почетен грев“ го поврзуваат со високите стапки на инфлација, високиот однос на трошоците за сервисирање на долгот и БДП и малиот број на можности за инвестирање во земјата.

Вака структурираниот долг силно влијае врз платно-билансната рамнотежа на земјата. Оттука, заради тоа што долгот деноминиран во странска валута има централно место во платно-билансните кризи, многу е важно да се разбере зошто земјите и нивните доверители разменуваа долг кој е прокризен. Истражувањата коишто се поврзани со ова прашање најчесто се темелат на теоретската рамка која ја има поставено ММФ (попозната како GIK-модел). Во овој модел, доларизацијата на јавниот долг се појавува како резултат на изборот на оптимално портфолио од страна на

инвеститорите кои се аверзични на ризик. Во оваа група спаѓаат и агентите што го управуваат јавниот долг, а кои фискалната политика ја прифаќаат како непроменлива (однапред зададена). Моделот предвидува дека доколку во една земја девизниот курс е контрацикличен, а фискалната политика проциклична,¹⁰⁰ во просек, таа земја има повисоко ниво на доларизираност на домашниот јавен долг.

Така, во неповолни економски услови, инвеститорите кои ги чуваат своите средства во некоја стабилна странска валута се заштитени од девизниот ризик, кој настанува со депрецијацијата на домашната валута. Намалувањето на трансферите кон домаќинствата од страна на државата, кога таа води проциклична економска политика, значи дополнителен поттик за држење на долг во странски валути. Гледано од перспектива на владите, поседувањето на долг деноминиран во домашна валута, наспроти тоа да е деноминиран во странска, значи подобра заштита од ризиците кои можат да настанат со негативните шокови во економијата. Во такви услови, домашната валута депрецира,¹⁰¹ со што обврските (изразени во домашна валута) на владата растат.

GIK-моделот покажува дека, во услови во кои земјата има даночно оптоварување помало од 50%, мотивите за држење на средства во странски валути на инвеститорите преовладуваат над оние на должниците. Оттука, можеме да извлечеме заклучок дека во секоја земја во која фискалната политика е проциклична, а политиката на девизен курс контрациклична, ќе има и повисоко ниво на доларизираност. Емпириските податоци при употребата на Jeanne-Guscina EM Data Database (2006), го потврдуваат овој заклучок.

Појавата на високо ниво на доларизација на економијата во литературата може да се сретне и како „домашен почетен грев“. Овој феномен често се поврзува со високите премии за ризик и рок на доспевање, кои треба да ги обезбеди долгорочниот долг деноминиран во домашна валута. Издавачите на државен долг најчесто него го деноминираат во странски валути, затоа што сакаат да ги намалат отплатите по камати. Од друга страна, пак, се поставува прашањето токму за ризикот кој се појавува од ваквата структура на долгот. Имено, не е јасно заради што инвеститорите

¹⁰⁰ На пример, девизниот курс депрецира за време на рецесии, а постои фискална експанзија во добри времиња и контракција во рецесија.

¹⁰¹ Заради контрацикличната политика на девизен курс.

(доверителите) веднаш не го вквалкуираат овој ризик, барајќи повисоки стапки на принос.

2.3.4 Банкарски кризи

Банкарските кризи се многу честа појава. Меѓутоа, и покрај тоа, тие остануваат најмалку разбрани видови на финансиски кризи. Банките во својата природа во себе содржат внатрешни ризици¹⁰². Имајќи го тоа во предвид, лесно можеме да објасниме зошто токму кај нив се јавува феноменот на навала¹⁰³ од страна на депозитарите. Сепак, она што е најзначајно, проблемите со кои се соочува една банка секогаш се пренесуваат на целиот банкарски систем. Впрочем, и во услови во кои државата обезбедува намалување на степенот на ризичност преку воспоставување на шеми за осигурување на депозитите, токму тие шеми претставуваат еден од изворите за зголемување на ризичното работење на банките.¹⁰⁴ Сепак, токму поради специфичната природа на банкарското работење, носителите на политиките донеле разни механизми за справување со проблемите.¹⁰⁵ Тука би сакале да споменеме дека, покрај овие, како фактори за зголемување на ризичноста на банките влијаат и одредени институционални фактори. Имено, за да донесат прудентна одлука на инвестирање на прибраните средства и наплата на одобрените кредити, банките најмногу зависат од достапноста на информациите, правните и судските прилики во една земја. Доколку во таа земја постојат слаби институции, и ризиците ќе бидат големи.

Како што спомнавме, најголемиот ризик со кој се соочуваат банките е тоа сите штедачи да си ги побараат своите депозити. Овој вид на ризик доаѓа од страната на обврските на банката. Меѓутоа, банките може да се соочат и со ризици на страната на средствата. Таков е примерот кога значителен дел од одобрените кредити не може да се наплатат или доколку хартиите од вредност во кој банката инвестирала загубат од својата вредност. Во таков случај, сите оние што ги оставиле своите средства во банката ќе сакаат да ги повлечат, а со тоа ќе предизвикаат и банкарска паника. Оваа паника може да биде резултат на лошо менаџирани интервенции од страна на

¹⁰² Заради валутната и рочната неусогласеност на билансите.

¹⁰³ „Bank run“, Diamond и Dybvig (1983).

¹⁰⁴ На пример, проблемите кои доаѓаат од *моралниот ризик и погрешната селекција*, преку дозволување за развој на финансиските иновации, Ranciere и Tornell (2011) или обештетување од страна на државата, Barth, Caprio и Levine (2006).

¹⁰⁵ Пазарна дисциплина, стратегии за управување на ризиците, супервизорски микропрudentни стандарди, осигурување на депозити, постоење на позајмувач во крајна инстанца, јавни гаранции, капитална поддршка и откуп на лошите заеми се дел од тие механизми за спречување на системските ризици кога настануваат финансиските нерамнотежи.

регулаторот (Honohan 2009). Паниките може да бидат резултат и на акциите кои ги презема владата. Имено, во Аргентина, во 2001 година, ограничувањето на повлекувањето на депозитите беше сигнал за предупредување на агентите (Calomiris, 2009). Тука ќе ги споменеме и: лошата пазарна дисциплина, нецелосното известување, слабата рамка за корпоративно управување и супервизија, како фактори за предизвикување на банкарските паники (Lindgren et al., 1996, Barth et al., 2006).

Анализите на сите банкарски кризи се разликуваат во однос на значењето на факторите кои ги создаваат нив. Меѓутоа, и покрај тоа, искуството од минатите кризи ни дава можност да издвоиме четири главни фактори: (1) неодржлив пораст на цените на средствата, (2) кредитен бум кој води кон преголемо задолжување, (3) натрупување на маргиналните кредити и системскиот ризик, и (4) неуспешното регулирање и супервизија на финансиските иновации (Claessens и Kose, 2013). Доколку пак ја анализираме последната криза, би можеле да забележиме дека неа ја предизвикаа четири нови фактори: (1) Значителна употреба на комплексни и сложени финансиски инструменти, (2) силна поврзаност на финансиските пазари, национално и меѓународно, (3) висок степен на задолженост на финансиските институции, (4) централната улога на секторот на домаќинства (Claessens и Kose, 2013).

Во претходното излагање, неколку пати го истакнавме значењето на средствата деноминирани во странски валути (финансиската доларизација) во процесот на генерирање на дел од претходните фактори. Така, би можеле да докажеме дека порастот на цените на средствата, кредитниот бум, употребата на сложените финансиски средства и високиот степен на задолженост во економијата во себе содржат елементи на финансиска доларизација.

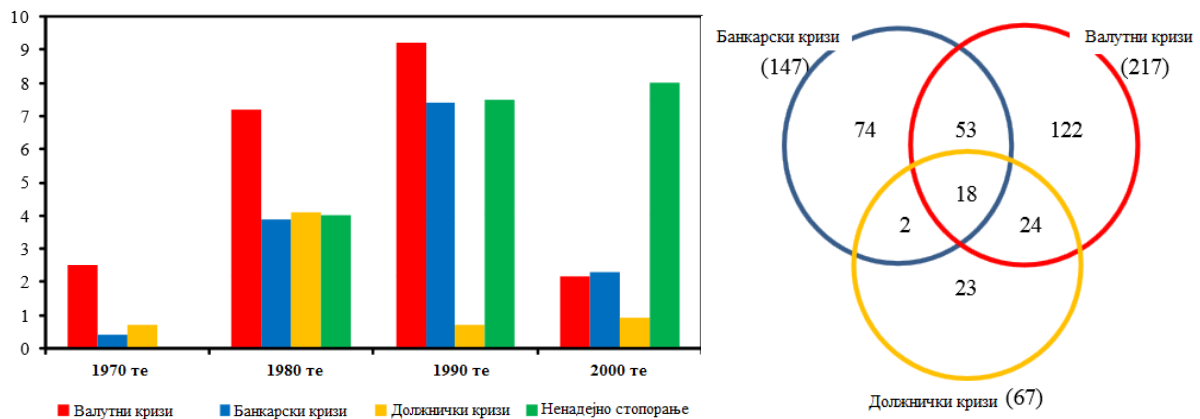
2.3.5 Улогата на девизниот курс врз настанувањето на финансиска нестабилност

Денес, помеѓу економистите се води голема дебата околу одредувањето на тоа кога настанала една финансиска криза. Сепак, и покрај несогласувањата околу почетокот на една криза, сите се согласни дека овие кризи се многу чести. Пред Втората светска војна во светот владееше период без кризи, меѓутоа, во следните триесет години (1970-2000) бевме сведоци на многубројни кризи, прикажани на графиконот 2.1. Покрај тоа што кризите ни се појавуваат секоја декада, многу често, тие се појавуваат заедно. Примери за „групирање“ на кризите можеме да забележиме во

текот на 80-тите години на минатиот век, кога се појавуваат должничките кризи во Латинска Америка; во 1992 година, кога земјите од европскиот механизам на девизни курсеви доживуваат валутни кризи; во текот на втората половина од 90-тите години на минатиот век со финансиските кризи во Источна Азија, Русија и во Бразил; како и повеќекратните епизоди во текот на последната финансиска криза (Leaven и Valencia, 2012).

Периодите во кои земјите се соочуваат со значителни должнички кризи многу често коинцидираат со пораст на земјите во кои има банкарски кризи. Преку видливото совпаѓање на кризите, би можеле да заклучиме дека постојат заеднички фактори кои влијаат врз настанувањето на овие епизоди. Тука ќе споменеме дека, покрај заедничките фактори, значајна причина за совпаѓањето кризите е и нивното лесно пренесување помеѓу земјите.

Графикон број 2.1. Просечен број на кризи и совпаѓање на кризите (1970-2011)



Извор: Leaven и Valencia (2008, 2011), Forbes и Warnock (2012).

Како што можеме да видиме, валутните кризи најчесто се појавуваат заедно со банкарските кризи. Токму феноменот на истовремено настанување на големи девалвации на домашната валута и влошување на стабилноста на банкарскиот систем во една земја е познат како „кризи-близначки“ (анг. „twin crises“) (Kaminsky и Reinhart, 1999). Дополнително на тоа, кризите од ненадејно стопирање се преклопуваат со валутните и платно-билансните кризи, но постојат случаи каде што тие се појавуваат заедно со должничките кризи. Од вкупно 431 криза, од кои 147 банкарски, 217 валутни и 67 должнички, Leaven и Valencia (2013), истакнуваат дека за 53 можеме да потврдиме дека се „twin crises“, а 18 ги класифицираат како тројни кризи, или во нив земјите се соочиле со сите три типа на кризи. Покрај сите ефекти кои

влијаат врз ваквата состојба, можеме да истакнеме дека причините можеме да ги бараме и во либерализацијата на финансиските пазари, прифаќањето на флукуирачки девизни курсеви и значителна финансиска интеграција помеѓу земјите, со што на повеќе начини се влијае врз зголемувањето на финансиската доларизација.

Претходно спомнавме дека токму големата девалвација на домашната валута влијае врз значително нарушување на целокупниот финансиски и економски систем во една земја. Имено, постоењето на голем степен на финансиска доларизација, на страната на депозитите или на страната на кредитите, во услови на намалување на вредноста на домашната валута за банките значи зголемување на загубата. Burnside et al. (2001), докажуваат дека во периодот по напуштањето на Бретонвудскиот договор, валутните кризи се проследени и со банкарски кризи, во кои голем број банки прогласија банкрот по девалвацијата на валутата.

Кога зборуваме за анализата на загубата кај банките, предизвикана од намалената вредност на валутата, големо внимание се дава на доларизацијата на обврските. Впрочем, објаснувањето на појавата на „twin crises“ упатува на тоа дека девалвацијата ја намалува профитабилноста на должниците на банките, на кои им се намалуваат можностите за исплата на долгот кој го имаат кон нив. Поради тоа, добрите кредити се претвораат во лоши заеми, што на крајот резултира со колапс на банкарската индустрија.

Оттука, основите за појавување на кризите во теоријата се бараат кај неперфектната конкуренција во рамките на банкарската индустрија и доларизацијата на обврските во економијата, кај банките и кај сите економски агенти. Бидејќи сакаме да ја докажеме врската на доларизацијата и настанувањето на кризите, во продолжение тоа ќе го сториме преку две теории за врската помеѓу режимот на девизен курс и нарушувањето на финансиската стабилност: (1) хипотезата за морален ризик, и (2) хипотезата за почетен грев.

Проблемот за *моралниот ризик* во финансискиот систем се состои во тоа дека: банките имаат левериц и ограничени обврски, во рамките на пазарите постојат асиметрични информации за степенот на ризик кој банките го преземаат, како и фактот дека постои голема веројатност за спас на банките од некој непосакуван настан. Имено, постоењето на режим на фиксен девизен курс, преку гаранциите од носителите на

макроекономските политики за непроменливост на девизниот паритет, може да се смета за значаен фактор во зголемувањето на нивото на морален ризик во една земја.

Во еден ваков амбиент, банките имаат можност да ги зголемуваат своите биланси, значително над своето ниво на капитал преку задолжување надвор од земјата (Echingreen и Hausmann, 1999). Со тоа, во услови на лесен пристап до странските пазари на капитал, во процесот на борба за пазарното учество, банките значително го зголемуваат одобрувањето на кредити, без да обратат внимание на основните принципи на политиките за управување на ризиците. Големиот раст на кредитите речиси во сите примери за банките, меѓу другото, значи зголемување на финансиската доларизација во земјата, што директно влијае врз намалување на квалитетот на средствата (Garvin и Hausmann, 1996). Во таков случај, промена на правецот на капиталните движења може да значи многу сериозна финансиска криза. Во литературата можеме да сретнеме бројни мерки кои регулаторите ги преземаат за да се ограничи краткорочното задолжување во странски валути.¹⁰⁶

Втората теорија, *хипотезата на почетниот грев*, се базира на три карактеристики на финансиските пазари во земјите во развој кои се склони кон кризи: добри економски фундаменти, отвореност кон меѓународните финансиски пазари и неможност да се задолжуваат на долг рок, и тоа, меѓународно и локално во својата валута. Оттука, улогата на феноменот на почетен грев предизвикува агентите во националната економија неизбежно да имаат валутни или рочни неусогласувања во своите биланси. Земјата во развој, која е атрактивна за инвеститорите, има лесен пристап до меѓународните извори на капитал. Со тоа, секој учесник во националната економија ќе има можност да го финансира својот раст преку позајмување на долгорочни средства деноминирани во странски валути или кусорочни домашни средства. Промените на девизниот курс влијаат врз првиот случај на начин кој претходно го објаснивме. Во рамките на втората можност, евентуалните негативни трендови во земјата ќе предизвикаат зголемување на каматните стапки и намалување на достапноста до нови кредити, со што компаниите лесно можат да се соочат со финансиски тешкотии.

¹⁰⁶ Базелскиот комитет во текот на 1988 година предложи мерки за намалувањето на кусорочното меѓубанкарско задолжување. Во истражувањата на ММФ, исто така, можеме да најдеме потврда за прифаќањето на чилеанската мерка за намалување на зависноста од кусорочниот долг во странска валута (Rubin, 1999 цитиран во Liptori 2000).

Токму заради специфичната природа,¹⁰⁷ земјите во развој не се во можност да се позајмуваат во својата валута, со што се изложени на ризик и од надворешни и од внатрешни фактори. Првите фактори се поврзани со промената на расположението на инвеститорите од кои било причини. Додека, пак, вторите се поврзани со одлуките што ги носат носителите на макроекономските политики, а кои влијаат врз настанувањето на финансиска нестабилност, за која каналот на пренесување на финансиската доларизација е многу силен.

2.4 Финансиската доларизација во земјите во развој

Финансиските кризи за земјите носат големи економски трошоци. Тие имаат силен ефект врз економската активност, а многу често, по нив, во земјите настанува рецесија (Claessens et al., 2009). Она што финансиските кризи ги прави специфични е фактот дека тие по себе оставаат многу подлабоки рецесии отколку што е случајот со една „нормална“ бизнис циклус рецесија. Тоа би можеле да го потврдиме со просекот на траењето на една рецесија по одредена финансиска криза, која во просек трае половина година повеќе од „нормалните“ рецесии.

Последиците врз реалниот сектор од една криза би можеле да ги прикажеме на различни начини. Оттука, Claessens et al. (2012), употребувајќи ја традиционалната бизнис циклус методологија, покажуваат дека рецесиите кои се придружени со рушење на кредитниот пазар и намалување на цените на недвижностите вообичаено носат многу поголеми трошоци во споредба со оние рецесии што се придружени со намалување на цените на хартиите од вредност. Laeven и Valencia (2012), со споредување на разликите помеѓу трендот на растот и тековниот раст, заклучиле дека вкупниот трошок од банкарските кризи е повисок во просек за 23% од БДП за првите четири години, во споредба со другите кризи.¹⁰⁸ Сепак, без оглед на методологијата,

¹⁰⁷ Странските инвеститори, исплашени од евентуална девалвација или зголемување на стапките на инфлација, од земјите бараат сите обврски кои земјите во развој ги имаат да се деноминирани во странски валути.

¹⁰⁸ Во своето истражување во 2013 година, овие автори напомуваат дека фискалните трошоци за надминување на кризите можат да достигнат и до 57% од БДП. Дополнително на тоа, тие покажуваат дека нето-трошоците за ублажување на банкарските кризи се повисоки во земјите во развој, 10% во споредба со 3,8% кај развиените земји.

јасно е дека трошоците кои ги носат кризите се многу големи, како за земјите во развој и подем, така и за развиените земји.¹⁰⁹

Економските истражувања покажуваат дека финансиските кризи влијаат врз намалувањето на глобалниот БДП. Прв таков пример е Големата депресија. Денес, можеме да заклучиме дека по оваа криза, постојат уште три, во кои светскиот БДП е намален до 2%. Тоа се: последната криза во 2009 година, кризата во Латинска Америка¹¹⁰ и онаа во Источна Азија (Kose et al., 2013). Во нивното истражување, овие автори укажуваат на тоа дека, годишно, светскиот БДП расте околу 2%, додека во кризата во Латинска Америка во 80-тите години на минатиот век опаднал за 0,8% и за 0,2% по кризата во азиските земји во 1991 година.

На крајот од овој дел, ќе ги споменеме и ефектите кои ги носат кризите на ненадејно стопирање и валутните кризи. Имено, Hutchison (2008), открива дека валутните кризи вообичаено се проследени со пад на БДП од 2-3%, додека кризите на ненадејното стопирање со 6-8%. Слично на ова истражување, Edwards (2004), покажува дека ненадејните стопирања и промените на капиталните движења се поврзани доколку забележиме дека промените кај капиталните приливи имаа негативен ефект врз реалниот раст, а тоа особено е изразено за земјите во развој.

Во продолжение ќе ги прикажеме кризите низ историјата, за кои помеѓу другите фактори, како главен иницијатор за настанувањето на финансиската нерамнотежа се посочува степенот на финансиската доларизација. Преку елаборација на главните настани кај овие кризи, ќе се обидеме да дадеме насоки за нивно предвидување во иднина.

Поблиската анализа на кризите во земјите од Латинска Америка и од Источна Азија ги наведе носителите на теоријата за влијанието на финансиската доларизација како фактор за зголемување на финансиските турбуленции. Eichengreen и Hausmann (2002), истакнуваат дека токму таа е главната причина за кризите. Во Мексико (1994), неколку земји од Источна Азија (1997) и во Аргентина (2001), фиксниот девизен курс се сметаше за доволна сигурност за стабилноста на девизниот курс. Домаќинствата,

¹⁰⁹ Сосема е јасно дека последната криза донесе големи трошоци и за најразвиените земји.

¹¹⁰ Кризата во Мексико во август 1982 година го обележа почетокот на кризи во тој регион. Поголем број земји од Латинска Америка: Аргентина, Мексико, Венецуела, Бразил и Чиле, во периодот од 1982-83 година се соочија со должнички кризи.

домашните банки и нефинансиските компании акумулираа голем износ на краткорочни кредити деноминирани во американски долари. Многу од локалните банки, исто така, се задолжуваа со кредити кои беа краткорочни и во долари, а одобруваа кредити на долг рок, со отплати деноминирани во домашната валута. Се чини дека ваквите кредитобаратели ја заборавиле можноста за нагло зголемување на доларските обврски во случај на остра депрецијација на домашната валута. Исто така, тие заборавија и за дилемата околу сигурноста на нивните влади силно да се залагаат за тоа девизниот курс да биде фиксен по секоја цена.

Меѓутоа, не секогаш ситуацијата се сведува само на волјата и заложбите на владите. Имено, скоро како идентично повторување, кај сите споменати земји, владите не успеаја да се одбранат од големите промени во тековите на капитал или од големите ненадејни стопирања. Во услови на голем степен на доларизирани обврски, наглите девалвации/депрецијации на домашните валути сериозно влијаат врз билансите на состојба на компаниите и особено на банките. Таквата промена на девизниот курс лесно може да предизвика банкарска криза.¹¹¹

Во наредните точки од овој труд, ќе се обидеме да дадеме одредена хронолошка систематизација на настаните кои им претходеа на елаборираните примери, а заради одредување на вистината околу тоа дали лекциите од секоја од нив се веќе научени и прифатени. Така, преку секоја состојба во одредената земја, ќе се обидеме да се префрлиме на слична во следната, за на крајот да стасаме до она што ни се случува во последниве неколку години.

2.4.1 Кризата во Мексико, 1994-1995 година

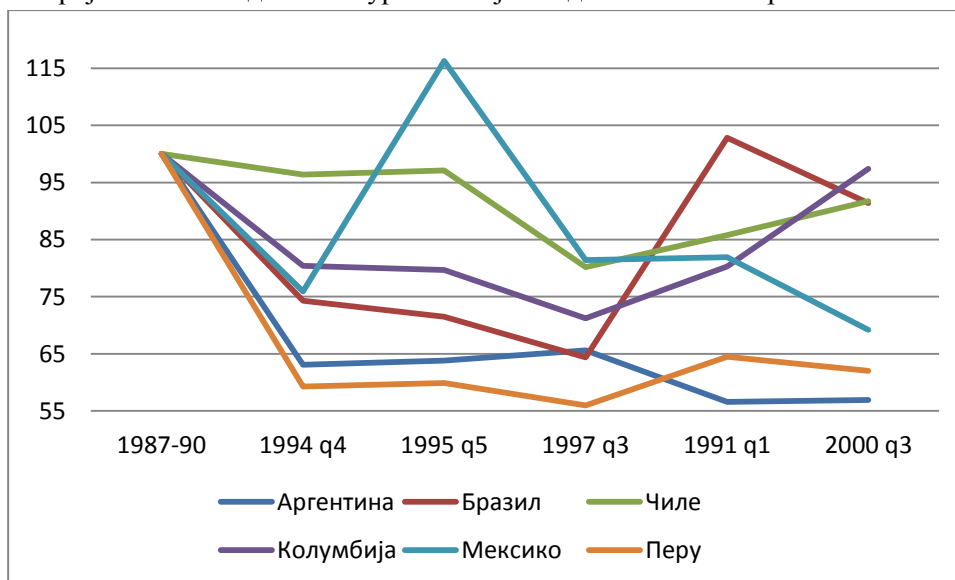
Анализирајќи ја кризата во Мексико, денес речиси сите автори се сложни околу факторите за создавањето на така драматични финансиски турбуленции. Имајќи го тоа предвид, во продолжение ќе ги опишеме главните настани кои значеа бришење на епитетот „латинско чудо“ за Мексико.

¹¹¹ Улогата на промена на девизниот курс ја истакнавме и во услови на должничка криза на владите, чии обврски се деноминирани во странски валути, а приходите од даноци се во домашните валути. Така, големите промени на вредноста на курсот, преку банкарската и должничката криза, предизвикува валутната криза, нарушувајќи го билансот на владата и намалувајќи ги девизните резерви на земјата, кои служат да ги обезбедат обврските на банкарскиот сектор, Dooley (2000), Mishkin (2003). Речиси во сите примери, влијанието на финансиската доларизација во иницирањето и разгорувањето на финансиските кризи е доминантно.

Мексиканската криза, во светот на економската литература внесе „сомнеж“ околу големината на последиците кои во услови на фиксен номинален девизен курс може да се случат на кус и на долг рок. Во почетокот на 90-тите години на минатиот век, голем број автори тврдеа дека фиксниот девизен курс нуди одлична основа за водење на антиинфлациона политика и одржување на макроекономската стабилност. Според нив, важен предуслов за успех е стабилноста на јавните финансии. За волја на вистината, во Мексико со донесувањето на Pacto de Solidaridad, тој услов беше исполнет.

Тоа што претставуваше проблем во земјите од Латинска Америка, а кој се појавува во секоја земја каде што стабилизационата политика се базира на фиксен девизен курс, е тенденцијата за раст на домашните цени и наемнини. Тоа се случува и во услови кога номиналниот девизен курс е непроменет. Растот ја намалува домашната конкурентност, а влијае врз зголемувањето на увозот. На крајот, каков што беше случајот и во Мексико во периодот од 1988 до 1994 година, ваквата динамика генерира сериозно високо ниво на преценетост на реалниот девизен курс, создавајќи големи износи на дефицит на тековната сметка.

Графикон број 2.2. Реален девизен курс во земјите од Латинска Америка

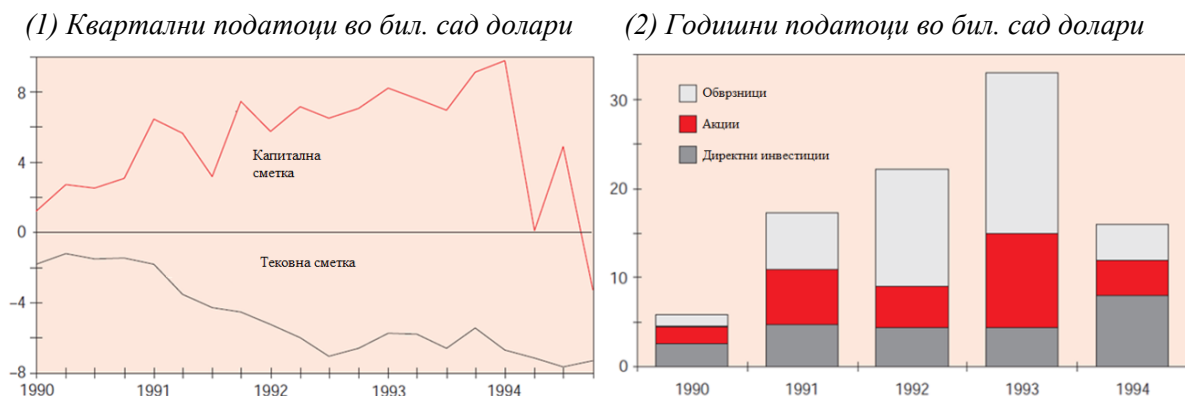


Извор: Меѓународен монетарен фонд (2014).

Во случајот со кризата во Мексико, јасно се афирмира важноста за избегнување на преценувањето на девизните реални курсеви кои не одговараат на одржувањето на надворешно-трговската рамнотежа. Во 1994 година, бројни аналитичари упатуваа на огромен процент на разлика помеѓу номиналниот и реалниот девизен курс во Мексико, некои одејќи дури и до 30%.

Таквата разлика помеѓу реалниот и номиналниот девизен курс во Мексико создаде голем износ на дефицит во тековната сметка. Меѓутоа, заради одредени околности, во 1990 година, кога меѓународните пазари го „открија“ Мексико, тие внесуваа огромни количества капитал во него. Како резултат на тоа, Мексико успеваше да го финансира големиот дефицит, за кој владата во Мексико често смируваше дека со урамнотежен фискален буџет, дефицитот на тековната сметка воопшто не претставува проблем.¹¹²

Графикон број 2.3. Движење на капиталната и тековната сметка во Мексико (1) и прилив на странски инвестиции во Мексико (2) (од 1990-1994 година)



Извор: Меѓународен монетарен фонд (2014).

Меѓутоа, вистината зад сето тоа е дека таквиот дефицит беше покриван од средствата собрани преку продажба на домашни обврзници, деноминирани во долари. Тоа практично значеше дека, на среден рок, дефицитот нема да предизвика проблеми, зависејќи единствено од желбата на странските инвеститори за вложување средства во Мексико. Доколку, пак, странските инвеститори ја изгубат довербата во Мексико,

¹¹² Во тој период мексиканските власти тврдеа дека големиот дефицит на тековната сметка нема да претставува проблем, бидејќи земјата има огромни приливи на капитал и суфицити на фискалната сметка. Ваквото тврдење го базираа на три главни аргументи: прво, властите истакнуваа дека нивниот систем има доволно голема внатрешна флексибилност; второ, тврдеа дека брзиот раст во продуктивноста многу скоро ќе ги даде своите резултати, зголемувајќи го извозот и намалувајќи го тековниот дефицит; и трето, многу цврсто беа убедени дека нивните внатрешни фундаменти на земјата се веќе многу цврсти, потврдувајќи го тоа со ратификацијата за влез во NAFTA.

истите тие многу бргу би ги реалоцирале нивните средства, предизвикувајќи значително повлекување на капиталот - состојба која подоцна и навистина се случи.

Дополнителен проблем, во услови на фиксен девизен курс, е тоа што негативните шокови често резултираат со многу скапи процеси на приспособување. Во реалноста, земја со фиксен девизен курс, при одреден надворешен негативен шок, новата рамнотежа ја постигнува преку затегнување на монетарната и фискалната политика. Таквата политика резултира со намалување на економската активност, губење на работните места и високи стапки на инфлација, заради што и ретко некоја земја издржува во одржувањето на фиксниот девизен курс.

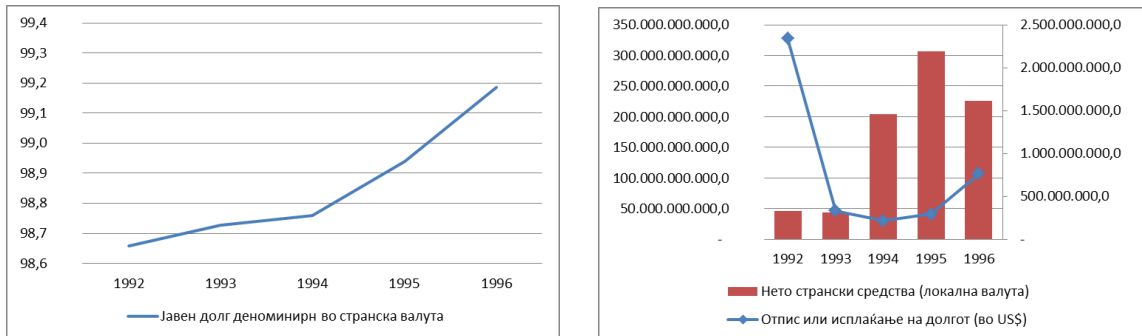
Преку овие два канала, одредувањето на реалниот девизен курс и висината на дефицитите на тековната сметка и начинот на неговото финансирање, доаѓаме до прашањето кое е централна точка на нашето истражување. Можеби едно од најтешките прашања во анализирањето на кризата во Мексико е начинот на водењето на реформите. Имено, прашањето за тоа која политика треба да следи во поставувањето на режимот на девизен курс, а кое е значајно во одредувањето на идниот курс на движење на земјата, е прашањето за степенот на либерализација на капиталната сметка.

Мексико ги тргна капиталните контроли на крајот на 1989 година, речиси во почетокот на процесот на реформите, дури и пред да се приватизира банкарскиот сектор. Таквата либерализација на капиталната сметка доведе до преголем прилив на капитал, деноминиран во странски валути и зголемување на апрецијацијата на реалниот девизен курс. Ваквата состојба лесно може да прати „погрешен“ сигнал на економските агенти, кои со својот оптимизам ќе предизвикаат голема експанзија во земјата.

Во отсуство на капитални контроли, меѓународните финансиски менаџери лесно можеа да префрлаат големи количества капитал во и надвор од Мексико. Така, само во 1993 година, нето капиталните приливи достигнаа 8% од БДП на Мексико. Најголем дел од движењето на капиталот во Мексико се состоеше од краткорочни средства и беше инвестиран во пазарот на капитал, инструменти во приватниот сектор и во државни обврзници (види го графиконот 2.3). Во тој процес, речиси целиот износ на вкупниот долг кој го имаше владата во Мексико (околу 99%) беше деноминиран во американски долари. Подоцна се покажа дека токму овие тенденции се причина за големата ранливост на мексиканската економија (ECLAC, 1995, 1998, 2000). Огромниот

пораст на капитални приливи им дозволи на граѓаните на Мексико да ја зголемат својата потрошувачка, зголемувајќи го притисокот врз веќе апрецирачкиот девизен курс и зголемувајќи го дефицитот на тековната сметка.

Графикон број 2.4. Структура на долгот, нето странски средства и отпис или исплаќање на долгот во Мексико, од 1992-1996 година



Извор: Светска банка, *World Development Indicators, Joint External Debt Hub*.

Конечно, во 1994 година, на претседателските избори победува Luis Donaldo Colosio, настан што обележа големи промени на финансиски план во Мексико. Овој пат, финансиската јавност реагираше многу панично. Во тој период, властите дозволија достигнување на врвот на вредноста на девизниот курс на песозот, каматните стапки на краткорочните обврзници деноминирани во песози се зголемија (од 10% на 16%) и износот на обврзниците индексирани за доларот (деноминирани во долари - Tesobonos) драстично се зголеми.

За период од една година, централната банка на Мексико спроведуваше операции на стерилизирање на загубите на меѓународните резерви, на многу традиционален начин, мислејќи дека сето тоа е многу привремено, што подоцна резултираше со намалување на девизните резерви на Мексико, кои во 1994 година достигнаа ниво од 4% од вкупниот долг на земјата. Порастот на каматните стапки предупредуваше дека има големи шанси за забавување на оправувањето и уште поважно, можноста за негативно влијание врз и онака слабиот домашен банкарски систем. Од тие причини, растот на каматните стапки беше ограничен, сметајќи дека можниот девизен ризик кој владата го презема со издавањето на доларски обврзници, нема потреба да се зголемува со зголемувањето на трошоците за каматите. Имено, во текот на 1993-1994 година, каматниот диференцијал сè уште се движел во рамките до 4%.

Со тоа, владата на Мексико сакала да испрати сигнал дека очекувањата на странските инвеститори за можна девалвација се неосновани. Меѓутоа, сето тоа не беше докрај верно за инвестиционата јавност. Таквата состојба на крајот од годината го зголеми износот на државните хартии од вредност, кои пак станаа главен извор на финансирање на обврските на мексиканската влада. Во сите тие турбуленции, и домашните сопственици на капитал започнаа да ги повлекуваат средствата од Мексико.

Графикон број 2.5. Индикатори во Мексико (1992-1996)



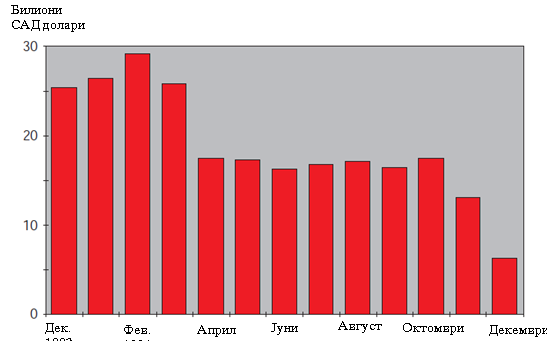
Извор: Светска банка, *World Development Indicators*.

Сигналите за постоење на стабилност, кои постојано ги испраќаа властите во Мексико, мора да се побијат со фактот дека порастот на замената на долгот, деноминиран во пезоси, со долг деноминиран во долари, драстично ја промени структурата на паричната маса во оптек. Во тој период, износот на монетарниот агрегат М4 во однос на вкупните резерви на Мексико изнесуваше 19%, а самите резерви паднаа на 12,5 милијарди долари. Истата година, краткорочните обврски на владата изнесуваа повеќе од 27 милијарди, од кои дури 70% деноминирани во долари, „Tesobonos“. Таквата ситуација, според сите свои параметри: голем дефицит на тековната сметка, високата задолженост во странство на корпоративниот сектор и преценетост на девизниот курс, не значеше ништо друго освен финансиска криза.

Во тој период, на сите им беше јасно дека износот на девизни резерви не е доволен за одржување на стабилноста на фиксниот девизен курс и дека заедно со стабилноста на девизниот курс ќе се наруши и способноста на економските агенти во

Мексико за навремено сервисирање на натрупаните доларски обврски. Од тие причини, властите во Мексико немаа никаков друг избор, освен девалвација на својата валута.

Графикон број 2.6. Девизни резерви на Мексико (од декември 1993 - декември 1994 година)



Извор: Меѓународен монетарен фонд (2014).

Заради тоа што најголемиот дел од обврските на државата беа по основа Tesobonos, кои се кусорочни обврски, голем дел од нив многу бргу стигаа на наплата. Дополнително на тоа, тие беа деноминирани во долари, со што и вредноста на обврските номинално се зголеми за износот на девалвацијата на пезосот. До тој момент, владата на Мексико обврските ги сервисираше преку ново задолжување во странство. Меѓутоа, заради настанатите состојби во економијата, овој пат тоа не беше можно. По девалвацијата, Мексико прогласи мораториум на своите обврски и побара помош од ММФ и Светската банка, која подоцна изнесуваше близу 40 милијарди долари (види го графиконот број 2.4).

Во истиот период, голем дел од кредитите и обврските кон странство кои компаниите во Мексико ги создадоа за време на „добрите времиња“, заради нивното зголемување од девалвацијата и недостатокот од дополнителен капитал на пазарите, многу тешко можеа редовно да ги сервисираат. Кредиторите кои имаа инвестирано во регионот станаа многу осетливи на лошите вести (Ffrench-Davis и Ocampo, 2001). Таа осетливост порасна заедно со големината на краткорочниот долг (Rodik и Velasco, 1999). Таквата состојба однесе многу компании во стечај, оставајќи зад себе големи загуби во банкарските биланси и губење на довербата на странските инвеститори.

Кризата во Мексико ни покажа повеќе аспекти на создавање на финансиски кризи. Секој од тие аспекти (реалниот девизен курс, дефицитот на тековната сметка, довербата на инвеститорите и постоењето на висок степен на финансиска доларизација)

имаат значење во зголемувањето на различните видови на ризици. Многу автори се обидуваат да му дадат примат на еден, а да го оспорат значењето на другиот.

Во контекст на нашето истражување, а заради потврдување на тезата дека постоењето на голем износ на кредити во странски валути го зголемува ризикот за настанување на финансиски криза, примерот на Мексико повеќе се однесува на длабочината на финансиската криза. Многумина реагираат дека кредитите во странски валути се опасни само во услови на некои други елементи (нарушување на фундаментите на економијата), кои пак се главни фактори за кризата. Меѓутоа, ние го поставуваме прашањето: Дали доколку постоеја сите тие елементи, можеме да кажеме дека и без постоење на обврски во странски валути, финансиската криза ќе ја имаше таа длабочина?

Ние сме убедени дека финансиската доларизација не е само елемент на овие кризи, туку таа е главна причина за нејзиното настанување. Имено, доколку сите обврски во Мексико беа деноминирани само во пезоси, евентуалната девалвација би придонесла за постигнување на конкурентска позиција на мексиканските производи и, гледано на среден рок, исполнување на обврските, преку зголемување на извозот. Но, токму големиот износ на кредити во странски валути, предизвика: прво, голем номинален пораст на обврските, кои Мексико ги имаше кон странските доверители и второ, брзо ширење на финансиската криза.

2.4.2 Азиската криза, 1997-1998 година

Една од главните карактеристики на модерните финансиски кризи е фактот што тие се појавуваат кај земјите во развој, кои пред да настане кризата беа посочувани како многу успешни приказни. Дополнително на тоа, земјите кои беа погодени од кризите во периодот од 1940-1970 година, како онаа во Чиле во периодот од 1980-1990 година, се карактеризираа со: (1) големи буџетски дефицити, финансирани од надворешното задолжување или централните банки, (2) неразвиени домашни финансиски системи, и (3) големи нерамнотежи во билансот на плаќања.

За разлика од овие специфичности, кризите во земјите од Латинска Америка и од Азија, со себе носат четири нови главни карактеристики: *Прво*, за земјите од овие региони, меѓународните пазари на капитал претставуваа главен извор на шоките, без оглед на тоа дали се позитивни или негативни. *Второ*, приливите доаѓаа од и за

приватниот сектор.¹¹³ *Трето*, тоа се кризи кои ги погодија просперитетните земји, за кои никогаш не се верувало дека би можеле да имаат проблем. *Четврто*, за овие приливи постоела многу слаба регулатива.

Во текот на 1996 година, успешните земји во развој од Азија останаа имуни на нестабилноста на капиталните приливи за време на т.н. текила кризата во Мексико. Всушност, она што навистина се случи беше реалокација на капиталот од земјите во Латинска Америка во оние од Азија. Меѓутоа, настаните кои следеа покажуваат дека земјите од Источна Азија го изгубија „имунитетот“ и во следните години и тие се соочја со надворешни негативни шокови.

Само по три години од големата финансиска криза во Мексико, време кое е доволно за да се направи детална анализа на сето она што во неа се случи и да се постават јасно сите претпоставки за одредување на сигналите кои би можеле да предупредуваат за евентуално настанување на некоја нова криза, во светот се појави нова голема финансиска криза. Финансиската криза во Азија, повторно ги донесе истите прашања од кризата во Мексико на масата на економистите.

Така, додека Мексико и Аргентина во текот на 1994 година се соочуваа со голема финансиска нестабилност, земјите од Азија тукушто започнуваа со преземањето на тој вид ризици. Меѓу другото, во 1993-тата година, Светската банка, сакајќи да го истакне спектакуларниот економски раст на земјите во Источна Азија, нив ги наслови како „азиско чудо“. Тоа беше чудо во однос на многуте земји кои никогаш во својот развој не успеале да одржат високи стапки на раст (6-10 проценти) во толку долг период (три декади), како што тоа го направија земјите од Азија. Јапонија, Хонгконг, Сингапур, Јужна Кореја и Тајван, трите земји на ASEAN – Индонезија, Малезија и Тајланд, го свртеа вниманието на сите економисти од светот. Нивниот економски раст во голема мера беше резултат на високите стапки на домашно штедење, релативно високите стапки на странски директни инвестиции и високата извозна активност. Растот, исто така, беше придружен од релативно ниските стапки на инфлација и акумулацијата на високите износи на девизни резерви.

Дури и пред периодот кој денес го помнине како голема финансиска турбуленција во азиските земји, не постоеше ниту најмал сигнал за скептицизам.

¹¹³ За разлика од овој сектор, фискалниот имаше мала улога.

Високото ниво на заштеди, одличниот човечки капитал, способните сопственици на компаниите и одличните макроекономски перформанси беа карактеристиките за секоја од нив. Токму поради тоа, почетокот на 1997 година беше преполн со оптимизам. На пример, Институтот за истражување на состојбите во земјите во развој, со седиште во Токио, прогнозираше стапки за иден раст, како за земјите кои имаат многу здрави економии. Во почетокот на 1997 година, проекциите за раст во 1998 година се движеа од 5,2% за Хонгконг до 7,8% за Малезија.

Настаните во 1987 година,¹¹⁴ со кои вредноста на американскиот долар се намали, донесоа нова ера на апрецирање на јапонскиот јен и, како што видовме, на мексиканскиот пезос. Ваквата нова состојба донесе нов шестгодишен циклус на јапонски инвестиции во земјите во Азија, кои драстично го зголемија индустриското производство во Малезија, Индонезија и во Тајланд. Странските банки и преостанатите инвеститори од Европа и од Америка, сите преполни со капитал, многу бргу ги открија земјите во развој во Азија. Кај нив, каматните стапки сè уште беа многу високи, а девизниот ризик многу мал. Всушност, амбиентот на фиксен девизен курс, кој го елиминираше девизниот ризик во однос на американскиот долар, за земјите од Азија овозможи петгодишен „boom“. Јапонските, европските и подоцна американските инвеститори на земјите од овој регион многу лесно им одобруваа краткорочни кредити, во странски валути по многу пониски каматни стапки, кои беа наменети за финансирање на долгорочни инфраструктурни проекти.

Во тој период, сите пет земји од Источна Азија (Тајланд, Малезија, Кореја, Индонезија и Филипини) имаа фиксен девизен курс во однос на американскиот долар. Подоцна се покажа дека сè додека вредноста на американскиот долар беше ниска, ваквиот режим одлично функционираше, меѓутоа, работите драстично се сменија кога, во 1996 година, доларот започна да ја зголемува својата вредност во однос на јапонскиот јен. Ваквата промена значеше и апрецијација на валутите на овие земји во однос на јенот и губење на извозната конкурентност. Заради тоа, тие започнаа да создаваат големи нерамнотежи во тековните сметки на земјите.

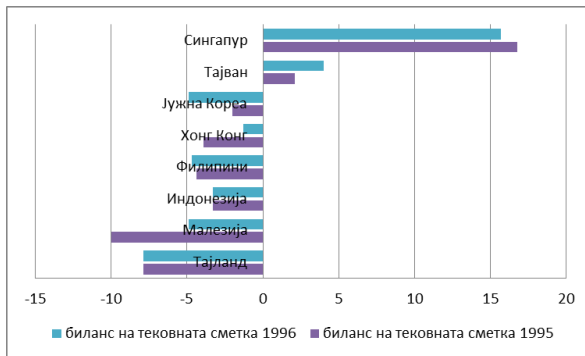
Во периодот од 1990 до 1996 година, процесот на растот на економиите на овие земји го следеа огромни приливи на капитал, кои во најголема мера беа резултат на

¹¹⁴ Види повеќе: Plaza Accord.

големата либерализација на капиталните сметки. Меѓутоа, другата страна на паричката на овие капитални приливи беа големите дефицити на тековната сметка, што пак значеше преголема инвестициона потрошувачка над домашното штедење.

Графикон број 2.7. Меѓународни финансиски текови во земјите од Источна Азија

(1) Биланси на тековните сметки
(% од БДП, 1995-1996 година)



(2) Надворешно финансирање* во бил. сад.

	1994	1995	1996	1997
	-24,6	-41,3	-54,9	-26
Нето надворешно финансирање	47,4	80,9	92,8	15,2
Нето приварни трансфери	40,5	77,4	93	-12,1
Хартии од вредност	12,2	15,5	19,1	-4,5
Портфолио	4,7	4,9	7	7,2
Директни	7,6	10,6	12,1	-11,6
Приватни кредитори	28,2	61,8	74	-7,6
Комерцијални банки	24	49,5	55,5	-21,3
Не банкарски институции	4,2	12,4	18,4	13,7
Нето официјални трансфери	7	3,6	-0,2	27,2
Меѓународни институции	-0,4	-0,6	-1	23
Билатерални договори	7,4	4,2	0,7	4,3
Промени во девизните резерви (без злато)	-5,4	-13,7	-18,3	22,7

* податоците за финансиските текови се однесуваат за Индонезија, Кореја, Малезија, Филипини и за Тајланд.

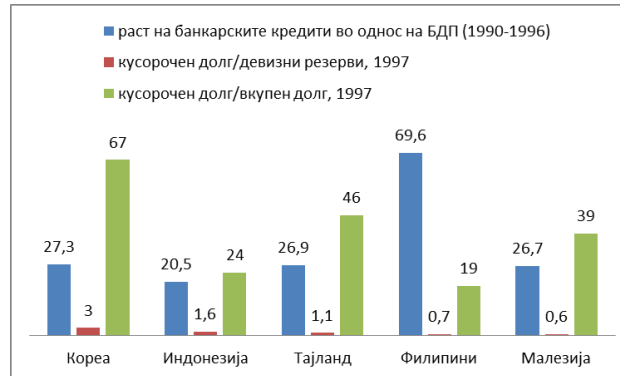
Извор: Светска банка, Меѓународна статистика и Институт за меѓународни финансии, „Capital Flows to Emerging Market Economies“, 29 јануари 1998.

Всушност, тоа што денес можеме да го истакнеме е дека, тогаш кога се случува голем раст на економијата на една земја, мора да се запрашаме од каде доаѓа тој и дали создава некои проблеми, кои во мигот кога сме среќни и не ги забележуваме. Конкретно во случајот на „азиските чуда“, веројатно, гледано од денешна перспектива, повеќе би требало да се обрати внимание на дефицитите кои се создаваа во тековната сметка, предизвикани од економскиот раст и начинот на кој тие се финансираа. Имено, големите дефицити на тековните сметки, предизвикани од зголемената потрошувачка на економијата, често беа финансирани од големите приливи на капитал. Овие дефицити, според податоците за 1995 и 1996 година, достигнаа 4% и 4,5% од БДП. И, веќе тука, се чини дека лекцијата од Мексико се повторува.

Меѓутоа, тоа што сите требало да ги загрижи е: прво, мотивот за таквиот прилив на капитал и, второ, неговата структура. Пред големата криза во Азија, најголемиот дел од приливите на капитал се состоел од средства деноминирани во странски валути. Тоа биле средства, кои биле доделувани како кредити на банките за поддршка на домашната инвестициона и потрошувачка потреба и средства доделувани на земјите, преку купување на нивните должнички инструменти на меѓународните пазари. Втората главна карактеристика на овие средства е нивната рочност. Најголем дел од нив биле

краткорочни средства. И двата факти за структурата на приливот на средствата, во минатото се покажаа како фатални, и за Мексико и за азиските земји.

Графикон број 2.8. Ликвидносни и валутни нерамнотежи

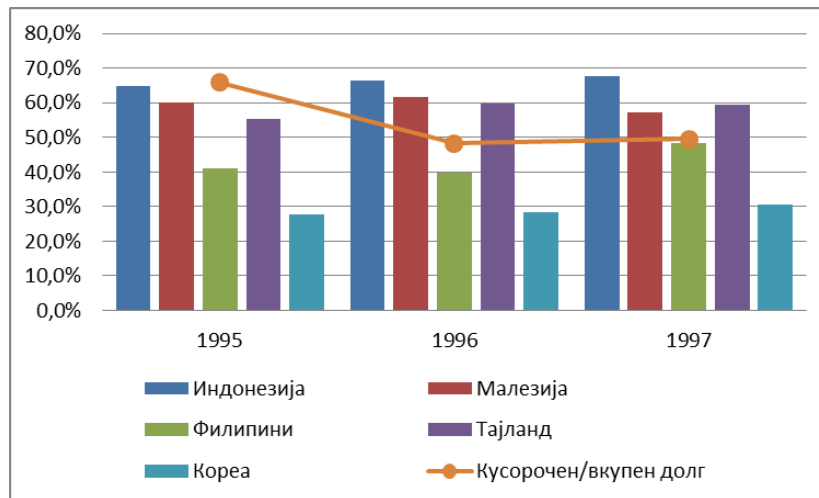


Извор: Светска банка (2008), Goldstein и Hawkins (1998), Меѓународен монетарен фонд (2014).

Оставајќи ги настрана макроекономските нерамнотежи, во случајот на кризата во Азија, се чини дека главно прашање повторно се упатува кон елаборирањето на краткорочните капитални приливи. Како и на примерот на кризата во Мексико, процесот на либерализација на финансиските текови се чини дека одиграл најзначајно место во создавањето на кризата. Така, на крајот на 1996 година, Банката за меѓународни порамнувања објави огромни износи на краткорочни кредити кои банките од развиените земји ги одобруваа на земјите од Источна Азија. На пример, во Кореја, краткорочните кредити од банките на напредните економии достигана тројно повисоко ниво од износот на девизните резерви на земјата. Во Индонезија, краткорочните кредити беа за една третина поголеми од резервите. На крајот на 1997 година, краткорочните кредити беа повисоки за 60% од резервите на Малезија.

Другата карактеристика на приливите на капиталот, т.е. неговата валутна структура доаѓаше по природен пат, а како последица на високите домашни каматни стапки. Имено, со воведувањето на либерализацијата, високите каматни стапки во домашната економија ги натера домашните агенти да се задолжуваат по пониски каматни стапки во странство. Заслепени од сигурноста на фиксниот девизен курс, никој од нив дотогаш не го перцепираше девизниот ризик како можна опасност, иако голем дел од одобрените кредити беа деноминирани во странски валути.

Графикон број 2.9. Учество на приватните кредити во вкупното задолжување и кursorочните кредити во вкупните кредити во одредени земји од Источна Азија



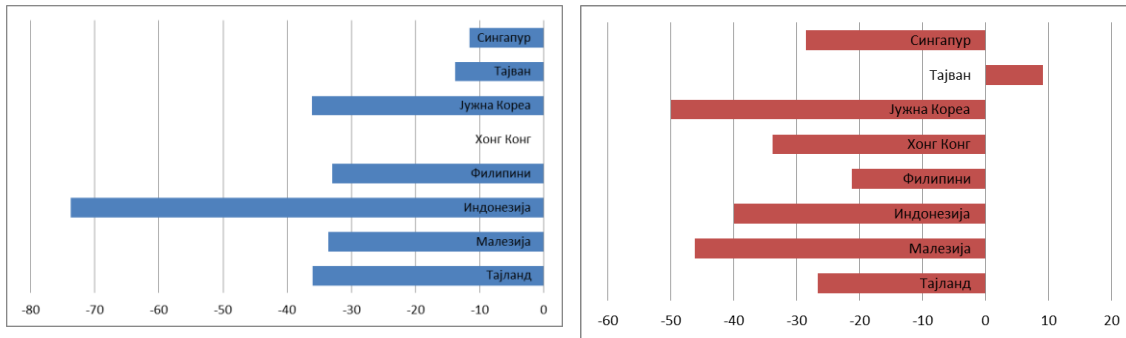
Извор: Radelet et al.(1998).

Дополнително на тоа, високите каматни стапки за надворешните инвеститори значеше потценетост на домашните средства на пазарите на капитал поради што овие земји имаа огромни инвестиции на пазарите на капитал. Тоа што никој дотогаш не го поставуваше како прашање е: Дали девизниот ризик навистина не постои?

Прекумерната доверба којашто ја имаа азиските лидери и гувернерите на централните банки не им дозволи да ги измерат економските и финансиските проблеми кои се појавуваат. Имено, за време на кризата во Мексико, бројни шпекулатори ги нападнаа валутите на азиските земји, што за властите значеше предупредување од опасноста која ја носат краткорочните приливи на капитал. Колку од овие напади ја загрозија стабилноста на Азија, е прашање кое ќе се обидеме да го опишеме подолу.

За да се одбранат од овие напади, а поучени од кризата во Мексико, властите во „азиските чуда“ започнаа со спроведување на репо девизни договори. Првиот тест за ваквата политика дојде кај централната банка на Тајланд. Таа се бореше многу цврсто со овие напади, меѓутоа сето тоа на крајот заврши со огромна загуба на девизните резерви, што на крајот значеше девалвација, која достигна високи 50%. Меѓутоа, заради тоа што висината на каматните стапки можеше лесно да ги ослабне финансиските и нефинансиските институции, можноста за одбрана на девизниот курс преку нив за властите во Тајланд беше ограничена. Токму поради тоа, Тајланд немаше многу избор, освен девалвација на својата валута.

Графикон број 2.10. Пад на вредноста на валутите (1) и прометот на пазарите на капитал (2) кај одбрани земји од Источна Азија, од јуни 1997 - мај 1998 година



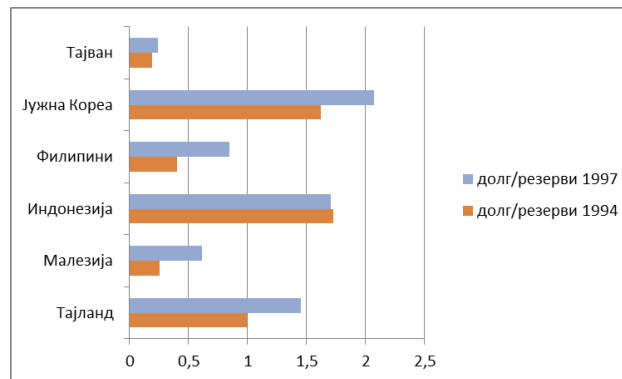
Извор: Goldstein (1998).

Тоа што потоа се случи имаше разорувачка моќ. Имено, падот на тајландската валута, поттикнат од големиот износ на средства и обврски во странска валута, предизвика огромни проблеми во билансите на состојба на банкарскиот систем, водејќи и до банкротства на неколку банки и компании.

Со падот на тајландската валута, шпекулативните напади брзо се пренесоа и на преостанатите земји – Малезија, Индонезија, Филипини и Јужна Кореја. Многумина, ваквите шпекулативни напади ги објаснуваа со губењето на довербата на инвеститорите. Ситуацијата потсетуваше многу на онаа во Мексико, бидејќи голем дел од обврските беа деноминирани во странска валута и сомнителни за наплата, така што инвеститорите бргу сакаа да се повлечат од таквиот регион, за да ги намалат своите загуби.

Штом владата во Тајланд прогласи дека нивото на резервите е на многу критично ниско ниво, неизвесноста околу сервисирањето на обврските стана главен фактор за остроото стопирање на капиталните приливи и повлекувањето на капиталот. Таквиот тренд не се случи само во една земја, туку во целиот регион. Така, дури и под претпоставка дека не се истите инвеститори кои инвестирале во сите земји од Азија (чудата), инвеститорите запознаени со тешкотиите со кои се соочува Тајланд, бргу ги повлекоа своите средства од неговите соседни земји, стравувајќи од слични ситуации. Таквите повлекувања, како логично надоврзување на генерираните проблеми (високата преценетост на реалниот девизен курс, големите дефицити на тековната сметка и високата зависност на банкарскиот сектор од странските фондови), значеа нарушување на финансиската стабилност во земјите од регионот.

Графикон број. 2.11. Износ на резерви во земјите од Источна Азија (од мај 1995- март 1998 година)



Извор. Меѓународен монетарен фонд (2014).

Во една отворена економија, без капитални ограничувања, банките можат да прибираат депозити во домашна и во странска валута. Ваквите обврски вообичаено се користат за финансирање на долгорочни инвестиции, кои многу тешко би можеле да се претворат во ликвидни средства за кусо време. Доколку депозитарите на банката, оние што штедат во домашна валута и оние што штедат во странска валута, антиципираат одреден шпекулативен напад, тие ќе започнат со барање на своите средства од финансиските институции, и тоа во странската валута. Банките, во неможност да ги претворат долгорочните средства во ликвидни, дури и во услови на одлично управувана институција, ќе се соочат со серозни тешкотии. Во такви услови, а заради системска поврзаност на банките, тешкотиите се префрлаат и на другите финансиски институции. Доколку сето тоа добие големи размери, многу веројатно е да се случат големи промени на девизните курсеви, намалувајќи ги резервите на комерцијалните банки.

Како што можеме да видиме од примерот на овие земји, тоа што во литературата се презентира како пет лекции за предвидување на финансиските кризи, лесно може да биде лекција и за идните кризи. На крајот на оваа точка, ќе ги презентираме генерално прифатените заклучоци од овие финансиски кризи. Таквите заклучоци во понатамошното истражување ќе се обидеме да ги примениме на примерите на финансиски кризи во последнава декада.

Она што е прифатено помеѓу академските економисти, а е поврзано со финансиските кризи во Мексико и во Азија е следново:

Прво, режимот на фиксен девизен курс е опасен, меѓутоа, преценетиот реален девизен курс може да биде фатален;

Второ, големите дефицити на тековните сметки се многу важни, дури и во случајот кога се финансирани со приватни средства и јавните финансии се под контрола;

Трето, портфолио капиталните приливи се многу променливи. Всушност, краткорочните капитални приливи може да се причина за големи дестабилизации. Генерирањето на долг во странски валути, за да се одбрани вредноста на девизниот курс се покажало дека е многу скапо во случај на напуштање на фиксниот девизен курс. Уште повеќе, централните банки мора да избегнуваат стерилизација на трошењето на девизните резерви во контекст на одбрана на девизниот курс;

Четврто, банките мора да бидат изложени на појака супервизија. Постојењето на слаб банкарски систем ја намалува можноста за употреба на каматните стапки како макроекономски инструмент и дејствуваат како засилувач на финансиските кризи;

И, петто, транспарентноста на финансиските операции кои ги спроведуваат властите во земјата е важна за градењето на довербата помеѓу инвеститорите. Навремените и точни информации имаат непроценливо значење за стабилноста.

Финансиските кризи во земјите од Латинска Америка и од Источна Азија не се единствените кои се поврзуваат со учеството на странските валути во остварувањето на економските операции на агентите во една земја. Точно е дека тие се првите поголеми настани за кои директно се поврзуваат средствата деноминирани во странски валути и скриениот кредитен ризик кој тие го носат со себе, меѓутоа, во историјата можеме да видиме и други примери во кои настанувањето на финансиските кризи се поврзува со промената на девизниот курс. Оваа промена во најголем дел се должи на настани кои се поврзани со промена на регулативата за девизното работење во земјите.

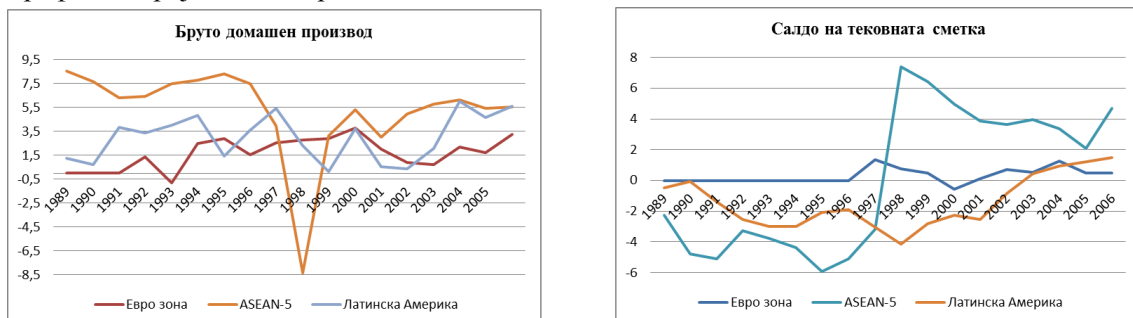
Така, во 1992 година, процесот кон европската монетарна унија започна со отстранување на девизните контроли и формирање на Европскиот механизам на девизни курсеви. Настаните коишто следеа по ослободувањето на капиталните контроли и големите шпекулативни напади на валутите во европскиот механизам, уште еднаш го потврдија сознанието дека употребата на политиката на фиксниот девизен курс не може да биде единствениот инструмент за контрола на инфлацијата. Напротив, брзината со која капиталот се движи од една земја во друга (како воздушна маса од

подрачје со висок воздушен притисок кон подрачје со низок воздушен притисок), доколку не се следи со соодветни мерки од носителите на макроекономските политики, зад себе остава специфични карактеристики (поројни дождови) за земјата. Една од тие карактеристики е и деноминирање на голем дел на средствата во странски валути (поплава).

Сепак, мора да спомнеме дека за настанувањето на кризата во Европскиот механизам на девизни курсеви многу малку се поврзуваат средствата во странски валути. Впрочем, во литературата можеме да сретнеме ставови во кои различните ценовни нивоа, а со тоа и макроекономски политики, проследени со ослободување на капиталните текови, шпекулативни напади на девизните и пазарите на капитал се главната причина за финансиските турбуленции во 1992-1993 година (на пример, види кај Buitter et al. 1998, Bundesbank, 1992, Collier, 1991, Akerlof et al., 1991, Sinn, 2010) Froot и Rogoff, 1991).

По кризата во Европа од 1992 година, ефектите од неа се пренесоа на земјите од Латинска Америка и од Источна Азија и, како што спомнавме досега, секогаш кога станува збор за финансиска криза која во исто време со себе носи и карактеристики на валутна криза, веројатноста од заразување во остатокот од светот е голема. Во овој дел, ќе завршиме со уште една криза, кризата во Русија во 1998 година. Тоа го правиме заради тоа што, покрај другите фактори за намалување на економската активност, таа исто така ги истакнува негативните последици од постоењето на висок степен на финансиска доларизација во една земја.

Графикон број 2.12. Макроекономски податоци

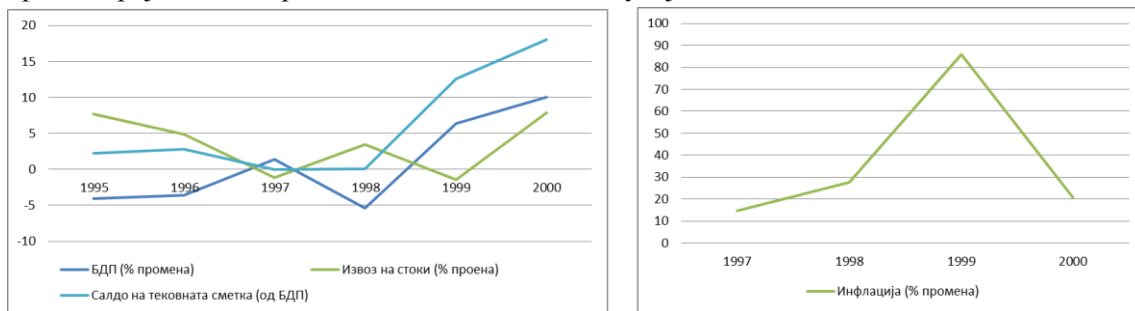


Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database.

Како резултат на кризата во Источна Азија, побарувачката на суровата нафта и металите нагло се намалила, што и во тоа време за руската економија претставува

значителен извор на капитал. Како резултат на тоа, но и намалената доверба на инвеститорите, капиталните приливи се намалиле и во оваа земја предизвикаа намалување на девизните резерви и зголемување на недовербата за понатамошно одржување на режимот на фиксен девизен курс на руската рубља. Настаните кои следеа по овие сигнали веќе секому му се познати.¹¹⁵

Графикон број 2.13. Макроекономски податоци за Русија, од 1995-2000 година



Извор: *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database.*

Руската централна банка не успеа да го одржи фиксен девизниот курс, а со тоа и сите обврски кои ги имаше преземено секој руски економски агент, а беа во странска валута се доведоа до прашање. Токму депрецијацијата на руската рубља предизвика голема финансиска криза во Русија. Најнапред, руската влада морала да прогласи мораториум на своите обврски, потоа руската економија доживеала остар пад на БДП, зголемување на невработеноста, намалување на странските инвестиции, зголемување на стапката на инфлација (84%), затворање на банките, големи социјални нереди, итн. Резултатот од овие настани бил големи фискални и монетарни реформи, кои покрај преостанатите мерки во себе содржеле и пакети за финансиска поддршка од Светската банка и Меѓународниот монетарен фонд.

Имајќи го сето тоа предвид, употребата на странските валути за извршување на една или повеќе функции на парите, во една национална економија, лесно може да се дефинира како носител на потенцијални финансиски нерамнотежи. Ваквата констатација не само што можеме да ја поткрепиме со влијанието на економските движења во земјите од Латинска Америка врз оние од Источна Азија или овие последниве врз Русија, туку и во речиси сите преостанати финансиски кризи до денес.

¹¹⁵ Види повеќе кај Rudiger (2000), Padma (1998), Stanley (1998), Kharaset al. (2001), Malleret et al. (1999) и Popov (2000).

Имено, кризата во Русија предизвика криза во балтичките земји, Белорусија, Молдавија, Казахстан, Украина, Узбекистан, па дури и во Соединетите Американски Држави, преку намалувањето на индексот на акции. Впрочем, колку е поинтегриран финансискиот свет, а со тоа и употребата на странска „цврста“ валута се зголемува, толку и влијанијата помеѓу земјите се засилуваат. Така, на пример, последната криза во 2007 година предизвика големи промени на очекувањата на инвеститорите, вредноста на валутите, а со тоа и економските движења во земјите кои имаат значителни износи на финансиска доларизација. Еден дел од таквите примери се и настаните во Унгарија и во Хрватска. Тоа беа земји кои имаа, и сè уште имаат, значителен дел од обврските (на јавниот и приватниот сектор) деноминирани во странски средства. Заради тоа, намалувањето на пристапот до странските извори на средства, како резултат на финансиската криза, за овие земји значеше големи економски контракции.¹¹⁶

2.5 Видови емпириски тестирања во теоријата и практиката

Претходните излагања јасно покажуваат дека интеракцијата помеѓу финансиската доларизација и големите реални депрецијации предизвикуваат масовни банкротства и економски хаос во земјите и заради тоа, феноменот со кој се занимава овој труд има значајно место во економските истражувања. Вака погледната, централната дискусија поврзана со овој феномен, би требало да биде прашањето за причините кои го предизвикуваат него. За нив ние веќе зборувавме. Тука дополнително ќе ги обработиме можните анализи¹¹⁷ кои се насочени кон финансиската доларизација.

Анализата на литературата која се занимава со прашањето на финансиската доларизација покажува дека сите истражувања би можеле да ги систематизираме во четири главни групи: (1) анализа на детерминантите на финансиската доларизација; (2) анализа на поврзаноста на финансиската доларизација и финансиската нестабилност во

¹¹⁶ Види повеќе кај Brzoza-Brzezina et al. (2010), Csajbók et al. (2010), Cseres-Gergely (2007), Bokan et al. (2009).

¹¹⁷ Една поделба, која ја истакнавме таму каде што финансиската доларизација беше анализирана преку валутната супституција, даде три главни групи на истражувања на кои литературата се осврнува: (1) импликациите врз макроекономските политики во земјите со висок коефициент на супституција на средствата, ако се има предвид колку се ранливи доларизираниот банкарски системи; (2) што се случува со феноменот на валутната супституција во овие економии, во смисла на неговата динамика и развој; и, (3) ликвидноста на различните монетарни средства кои се присутни во доларизираниот економији, како фактори за забрзување на процесот на супституцијата.

една економија; (3) анализата за хистерезата или перзистентноста на финансиската доларизација; и, (4) анализа на користите и недостатоците кои финансиската доларизација ги носи со себе.

Како што спомнавме и претходно, импликациите кои финансиската доларизација ги има врз макроекономските политики многу јасно можеме да ги согледаме низ призмата на користите и недостатоците кои оваа појава ги носи за една земја. Чувството на зависност на носителите на политиките од овој феномен е уште посилено, доколку се има предвид неговата улога врз економските движења. Најчесто, развојот на економиите (особено мали и отворени) се дефинира преку приливот на странски капитал (greenfield или portfolio), кој има силно влијание и врз формирањето на финансиската доларизација. Без оглед на тоа дали влезот на странскиот капитал ќе се оствари преку основање на подружници на странските банки, кои ќе овозможат поголем пристап до надворешните извори на средства, или основање на компанија–ќерка од некоја мултинационална корпорација, обврските кои тие ги создаваат за националната економија ќе бидат деноминирани во некоја „цврста“ странска валута.

Тоа ќе биде така едновременно и во случај сите домашни агенти да имаат целосна доверба, но и да немаат доверба на домашните макроекономски политики. И во двата случаја, агентите преземаат голем морален ризик. Имено, доколку агентите имаат доверба во определбата на централната банка за одржување на вредноста на домашната валута, тие нема да внимаваат за валутата во која се задолжуваат. Од друга страна, доколку не веруваат во таквата определба, на агентите им е јасно дека во услови на високи каматни стапки во економијата, најсигурен начин за дејствување е тие да се доларизираат. Дури и да настанат евентуални финансиски тешкотии со кои тие би се соочиле, заради одредени причини, агентите очекуваат од владата да помогне во нивното надминување.

Врската помеѓу деноминацијата на средствата во економијата и монетарната политика е едно од трите главни истражувања поврзани со феноменот на истражување во овој труд. Calvo и Reinhart (2000) и Hausmann et al. (2001), покажуваат дека земјите во развој кои официјално прифатиле флексибилен девизен курс имаат тенденција да го ограничат неговото движење vis-a-vis каматните стапки. Истражувањата од оваа природа се занимаваат со прашањата за тоа, која земја би имала користи од усвојување на фиксниот девизен курс, особено заради факторите кои влијаат врз акумулацијата на

средства во странска валута (Aghion et al., 2008, Cespedes et al., 2000, Hausman, 2000). Во оваа група би можеле да ги вброиме и истражувањата кои се занимаваат со користите (поврзани со економската благосостојба - економскиот раст, намалувањето на невработеноста, инфлацијата, зголемувањето на ефикасноста на финансиските пазари и сл.) од усвојувањето на доларизацијата во една земја (Kehoe, 2001, Bencivenga et al., 2001, Broda и Levy Yeyati, 2002). На крајот, постојат истражувања кои директно ја анализираат врската помеѓу доларизацијата и девизниот курс. Имено, Carlos и Arteta (2002), го покажуваат влијанието на режимот на девизен курс, трговското салдо, депрецијацијата на домашната валута и регулацијата на финансискиот сектор врз финансиската доларизација.

Другата група на истражувања се занимава со влијанието на доларизацијата врз настанувањето и забрзувањето на финансиските нерамнотежи во една земја. Токму овие истражувања директно ги мерат ефектите на финансиската доларизација врз нефункционалните кредити, намалувањето на кредитоспособноста на должниците, настанувањето на финансиските кризи (банкарска, валутна, платно-билансна) (Nicolo et al., 2003). Поголемиот дел од истражувањата ги испитуваат врските помеѓу зависната променлива, индикатор за финансиска нестабилност и независно-променливите, девизниот курс, финансиската нестабилност, институционалната доверба, инфлацијата и сл. Меѓутоа, можеме да сретнеме и анализи на добиени одговори преку „Хекмановата стандардна грешка“ (Heckman standard error), т.е. процената на проблемите со отплата на ануитетите кај домаќинствата (Zettelmeuer, 2010). Во нив, анкетираниите учесници требале да дадат одговор кои од факторите, како: промена на инфлацијата, девизниот курс, каматната стапка, доходот, политичката нестабилност или финансискиот развој, влијаеле врз намалувањето на можноста за отплата на обрските по доларските кредити.

Досегашните излагања недвосмислено укажуваат на тоа дека финансиската доларизација го изложува финансискиот сектор на еден специфичен системски ризик: зголемување на агрегатниот кредитен ризик. Овој ризик се појавува како последица на намалувањето на вредноста на домашната валута во однос на другите валути во кои се одобруваат кредитите. Таквиот ризик најмногу е изразен кај кредитите одобрени на населението и малите претпријатија, кои обично не остваруваат девизен приход и немаат поволен пристап до инструментите за заштита од девизниот ризик. Понатаму,

овој ризик најчесто се материјализира во време на циклично забавување или во услови на големи финансиски и економски нерамнотежи.

Со тоа, би можеле да заклучиме дека тој, во најголем број случаи, дејствува и проциклично. Истовремено, материјализацијата на овој ризик ги поттикнува економските политики во земјите со фиксен девизен курс да преземаат мерки за одбрана на девизниот курс, кои, исто така, се проциклични. Оттука, една од препораките за носителите на економските политики во земјите кои имаат висок степен на финансиска доларизација, доколку тоа е возможно, да го поддржуваат процесот на де-доларизација. Токму на овие прашања се однесува и истражувањето во четвртата глава, на кои преку анализа на финансиската доларизација на повеќе земји од Централна и Југоисточна Европа ќе се обидеме да дадеме одговор.

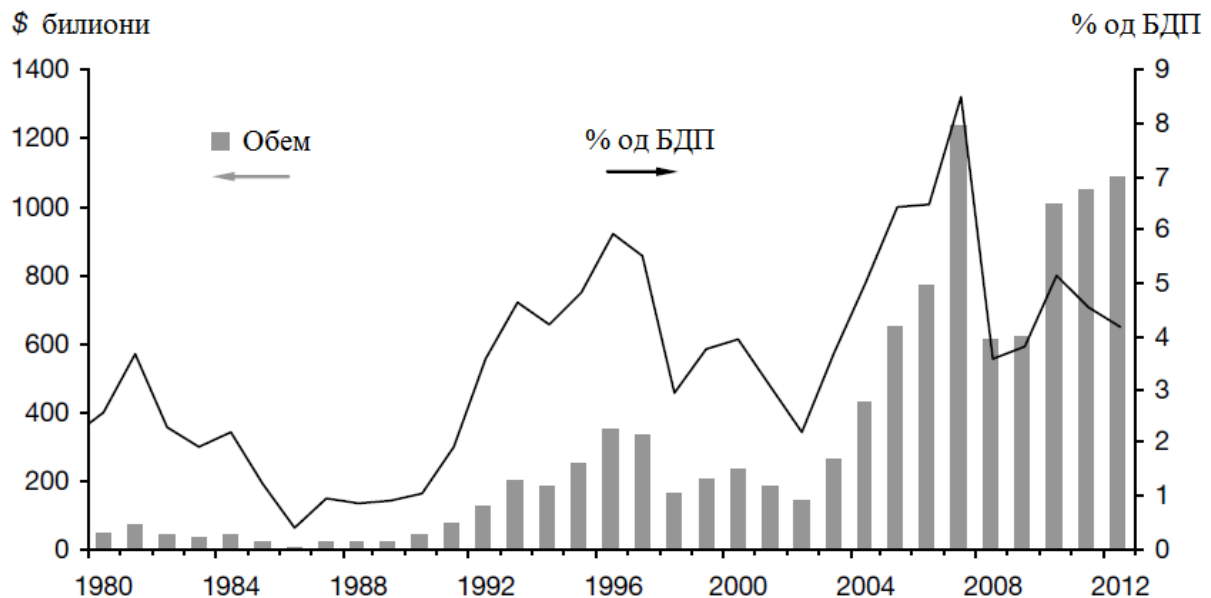
Глава 3. ЛИБЕРАЛИЗАЦИЈАТА НА КАПИТАЛНИТЕ ТЕКОВИ И ФИНАНСИСКАТА ДОЛАРИЗАЦИЈА

3.1 Либерализација на капиталните текови	141
3.2 Нестабилноста на капиталните текови и финансиската доларизација.....	149
3.3 Модел и податоци	152
3.3.1 Ограничени капитални текови	152
3.3.2 Слободно движење на капиталните текови	155
3.4 Основни резултати и анализа на сензитивноста.....	157
3.4.1 Случајот на Македонија.....	160
3.5 Што ни покажува нивото на доларизацијата за степенот на финансискиот и институционалниот развој – либерализацијата на капиталните текови како одговор на...?..	171

3.1 Либерализација на капиталните текови

Меѓуграничните капитални текови во рамките на глобалната економија постојано ја зголемуваат својата актуелност. Зголемувањето на глобалната интегрираност придонесе во последните декади, трговијата, но и капиталните текови да пораснат. Низ историјата можеме да сретнеме примери во кои капиталните текови динамично се движат помеѓу развиените земји. Меѓутоа, во последните години сведоци сме на зголемување на овие текови и помеѓу земјите во развој и подем. Оттука, либерализацијата на капиталните текови¹¹⁸ беше дел од стратегијата за раст на одредени земји.

Графикон број 3.1. Нето приватни капитални текови во земјите во развој



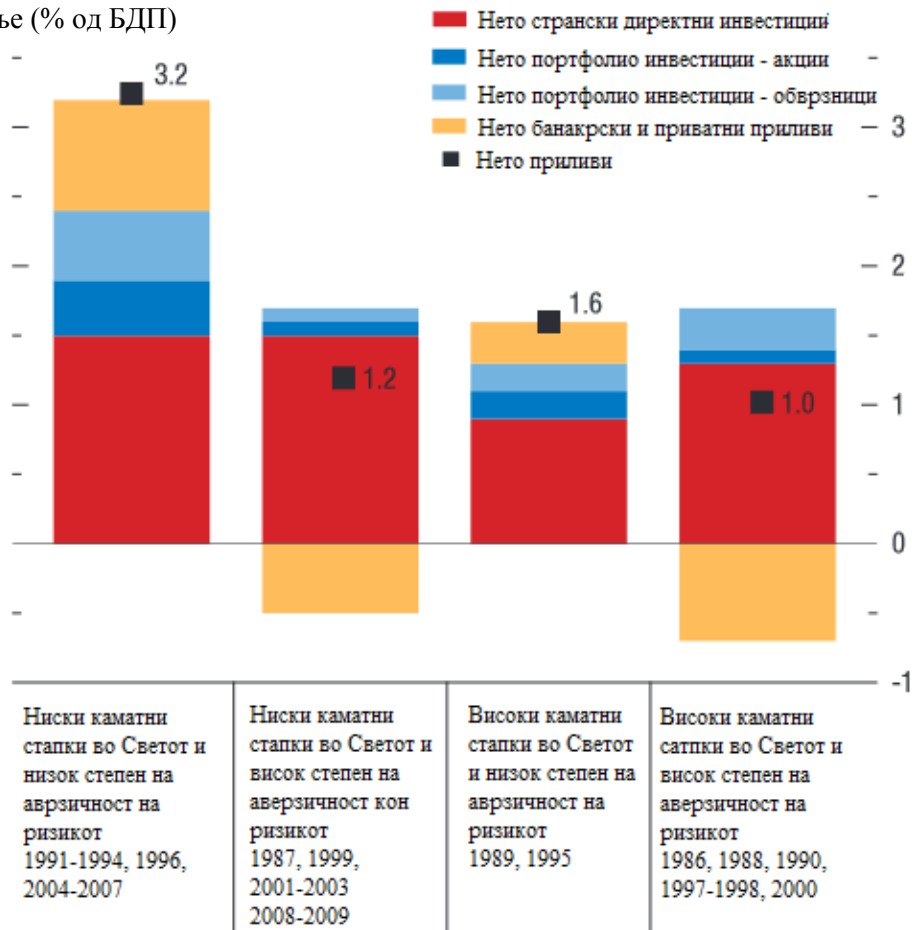
Извор. Меѓународен монетарен фонд, WEO (World Economic Outlook), според класификацијата за Emerging countries.

Годините кои следеа по 2002 година со себе донесоа огромен раст на капиталните текови од богатите кон земјите во развој. Во 2008 година, Меѓународниот монетарен фонд само за една година измери пораст на нето приватните капитални текови од 30% (2007 во однос на 2006 година). Сето тоа беше поддржано од силниот економски раст, поволните услови за трговијата, ниската инфлација и ниските каматни стапки.

¹¹⁸ Концептот на „либерализација на капиталните текови“ во овој труд интегрално во себе ќе ги вклучува и „либерализација на капиталната сметка“ и „либерализација на финансиската сметка“, кои вообичаено се користат во литературата.

Дополнително, доколку ја погледнеме динамиката на нето приватните текови во земјите во развој, можеме да забележиме дека тие имаат тенденција на пораст во услови кога монетарните услови се поволни (каматните стапки се ниски). Меѓутоа, кога на глобалните пазари аверзијата кон ризикот расте, приватните текови се намалуваат, (без разлика на висината на каматните стапки). Ова особено важи за годините во кои на земјите им се закануваа големи финансиски кризи (графикон број 3.2). Оттука, би можеле да забележиме дека движењата на меѓународните пазари на капитал, пред сè, се движени од перцепцијата за ризикот, поврзан со инвестициите во кои тој се вложува. Токму тие очекувања влијаат природата на овие движења да биде променлива, а со тоа доаѓа и фактот дека либерализацијата на капиталните текови со себе носи и одредени ризици.

Графикон број 3.2. Нето приватни текови кон земјите во развој при различни услови за финансирање (% од БДП)



Извор. Меѓународен монетарен фонд, WEO (World Economic Outlook), според класификацијата за Emerging countries.

Во вториот дел од овој труд покажавме дека и покрај тоа што улогата на високите износи на прилив на странски капитал за една земја е позитивна, тие можат да претставуваат голема закана. Впрочем, самата хронологија на настанување на финансиските кризи во себе го содржи и променливиот карактер на движењето на меѓународниот капитал. Токму тоа, неговото нагло стопирање или повлекување, е една од причините за започнување или продлабочување на негативните трендови во економиите. Потврда за ова можеме да најдеме во многу земји во развој и подем, преку примери за помали, но и историски значајни финансиски кризи. Во раните 90-ти години на минатиот век, како последица на остро то намалување на приватниот капитал, настана период на големи финансиски турбуленции. Овој период започна во Азија, па преку Русија стигна до Латинска Америка. Денес, по кризата во 2007 година, истите примери можеме да ги идентификуваме кај Исланд, Естонија, Латвија или Литванија.

Имајќи ги предвид негативните последици од слободното движење на капиталот помеѓу земјите, често можеме да сретнеме примери на економии во кои таквото движење е ограничено. Сепак, во литературата постојат бројни анализи кои, пак, потврдуваат дека меѓународниот капитал влијае позитивно врз земјите во развој и подем. Во нив, главниот недостаток е фактот дека тие ги докажуваат ефектите од движењето на капиталот врз реалната економија, но не и врз меѓународните финансии, т.е. врз финансискиот систем на една земја.¹¹⁹

Теориски, либерализацијата на капиталните текови влијае врз подобрување на алокацијата на глобалниот капитал. Овој процес за земјите носи повеќе користи. Така, на пример, земјите остваруваат повисоки приноси на средствата, можностите за вработување и животниот стандард се зголемуваат, итн. Понатаму, пристапот до капиталните пазари ја намалува флукуацијата на националните приходи, со што и личната потрошувачка се зголемува.

Од другата страна, земјата која не ги ограничува капиталните текови испраќа сигнал дека земјата се обврзала на „добри“ економски политики. Имено, земјата во која има слободно движење на капиталот, знае дека лесно може да биде „казнета“ во случај

¹¹⁹ Овие недостатоци се препишуваат на: (1) теоријата која тешко се справува со асиметричните информации; и (2) расположливоста на податоците со кои заклучоците за ефектите на странските директни инвестиции се пошироко прифатено од оние за портфолио инвестициите.

да води неконзистентни економски политики. Заради тоа, често се истакнува дека либерализацијата на капиталните текови индиректно влијае врз развојот на финансискиот сектор, дисциплината на макроекономските политики, трговијата и економската ефикасност (Kose et al., 2009; Prasad et al., 2003).

Во продолжение, сосема кусо, ќе се осврнеме на главните истражувања кои се занимаваат со врската помеѓу приливите на капитал и економските движења во една земја. Ефектите на мобилноста на капиталот во литературата можеме да ги поделиме на две главни струи, кои не претставуваат ништо поразлично од главната поделба на меѓународната економија.¹²⁰ Дополнително на тоа, денес постои обемна литература со која се докажува теориското, позитивно влијание, на странските *директни* инвестиции врз економскиот раст на земјата, што не можеме да кажеме дека е случај за преостанатите елементи на финансиската сметка од билансот на плаќања на една земја. Тоа е така, затоа што преку нив се пренесува технологијата и преостанатите знаења, заради што и земјите кои ги привлекуваат имаат повисока вкупна факторска продуктивност и економски раст.

Во слична насока, (IMF 2012) укажува на тоа дека капиталните текови носат значителни бенефиции за земјите, преку подобрување на ефикасноста, унапредување на конкурентноста на финансискиот сектор, повисока продуктивност на инвестициите и ублажување на промените во потрошувачката. Имено, постојат истражувања кои сакат да докажат дека, всушност, самиот економски раст е факторот што влијае врз зголемувањето на капиталните приливи. Во нив, процесот на подобрување на економските текови во земјите влијае врз странските инвеститори да ги зголемат инвестициите.

На другата страна, постојат истражувања кои се поврзани со влијанието на финансиските капитални текови врз економскиот развој, но не можат да дадат потврда за позитивната врска. Така, на пример, Bhagwati (1998), Rodrik (1998), Stiglitz (2003) и Rodrik и Subramanian (2008), доаѓаат до сосема спротивни заклучоци на оние погоре. Првите истражувања од Alesina et al. (1994), покажуваат дека врската помеѓу растот во 20 индустриски земји и слободното движење на капиталните текови е многу мала. Grilli и Milesi-Ferretti (1995), на примерок од 61 земја, исто така, не ја потврдуваат таа врска.

¹²⁰ Класичната и кејнзијанската школа.

Rodik (1998), не наоѓа статистички значајна поврзаност на либерализацијата на капиталните текови и економскиот раст, а со тоа и ја поставува дилемата за тоа дали капиталните текови воопшто влијаат врз економската ефикасност. Bordo и Eichengreen (1998) и Eichengreen (2003), се обиделе да ги исправат недостатоците на претходните истражувања, меѓутоа, без успех во потврдувањето на врската.

Она што зачудува е толку големата разлика на овие заклучоци со оние во кои јасно и статистички значајно се потврдува корелацијата помеѓу либерализацијата на капиталните текови и економскиот раст.¹²¹ Помеѓу останатиот придонес, (Quinn 1997), во неговото истражување, развива многу подетален пристап во мерењето на либерализацијата на капиталната сметка, со кој ја потврдува значајноста на таа врска. На ова истражување се надоврзува и Edwards (2001), кој покажува дека либерализацијата го забрзува растот во развиените земји, меѓутоа, го забавува во земјите во развој. Со тоа, тој утврдува дека слободното движење на капиталот е корисно во земјите со финансиски и институционално развиени економии. Спротивно пак на него, Edison et al. (2002), покажува дека корелацијата помеѓу економскиот раст и либерализацијата на капиталната сметка е позитивна и статистички значајна единствено кај земјите во развој, но не и кај сите земји од ОЕЦД. Arteta et al. (2008), не наоѓаат значајна врска во ниту една група на земји, развиени или во развој и подем. Притоа, лесно можеме да забележиме дека и пред настанувањето на последната финансиска криза не постоел консензус околу постоењето на очекуваната врска.

Имено, доколку се обидеме да ги сублимираме заклучоците од сите истражувања, би можеле да истакнеме дека постои консензус околу позитивното влијание на директните инвестиции врз економскиот развој. Меѓутоа, многу помалку усогласени се ставовите околу влијанието на *портфолио-инвестициите*. Всушност, дилемите кои се поврзуваат со овие приливи се економските прилики во кои се наоѓа земјата во моментот на влезот на инвестициите. Доколку тоа се случи во време на недоволно развиен финансиски сектор, трошоците од приливот на капитал лесно би можеле да ги надминат користите. Ваквата разлика уште повеќе се зголемува кога се анализира влијанието на пристапот на меѓународните пазари на капитал.

¹²¹ И покрај тоа што следните истражувања се сомневаат во резултатите заради постоењето на ендогени варијабли во моделот.

На основа на овие дискусии, покрај анализите кои покажуваат позитивни и неутрални ефекти на влијанието на слободното движење на тековите, постои и трета, посебна група на истражувања. Анализите во оваа група се занимаваат со врската помеѓу либерализацијата на капиталните текови и настанувањето на кризите. Во нив, различно од аргументите на квалитативните анализи со кои се потврдува позитивната врска помеѓу слободното движење на капиталните текови и настанувањето на кризите, се докажува нешто спротивно. Имено, преку соодветни квантитативни анализи се покажува дека постоењето на одредени ограничувања на движењето на капиталот е статистички значајно во однос на настанувањето на кризите. Glick и Hutchison (2000), во своето истражување, ја потврдуваат позитивната врска помеѓу капиталните ограничувања и кризите. Leblang (2002), исто така, покажува дека ограничувањето на тековите на капиталот е поврзано со зголемување на веројатноста за настанување на кризата. Bordo et al. (2001), како продолжение на овие истражувања, го зголемуваат бројот на земји и повторно откриваат позитивна врска помеѓу ограничувањата и кризите.

Едно од објаснувањата за ваквата врска може да се поврзе со хипотезите на Bertolini и Drazen (1997), кои истакнуваат дека спроведувањето или воведувањето на ограничувања на капиталните текови во една земја испраќа негативни сигнали до пазарите. Овие сигнали влијаат врз намалувањето на довербата кон можноста за остварување на конзистентните политики во таа земја. Понатаму, таквата недоверба влијае врз зголемување на притисокот на валутата. Eichengreen и Leblang (2003), покажуваат дека слободното движење на капиталот влијае врз запирање на продлабочувањето на кризата, што за ограничувањето не е случај. Притоа, постоењето на капитални контроли ја неутрализира можноста за таквиот ефект во економијата. Оттука, последните истражувања, кои се спроведуваат за оценка на влијанието на процесот на либерализација на капиталната сметка врз економскиот развој, упатуваат на тоа дека земјите треба особено да бидат внимателни во овој процес (IMF, 2011, 2012, 2013).¹²²

Всушност, ограничувањето на капиталните текови за пазарите значи дека таа земја има одредени карактеристики за кои инвеститорите немаат познавања, а кои би можеле да влијаат врз стабилноста на нивната валута и финансискиот систем. Овие

¹²² Предупредувањата на ММФ за внимателност во либерализацијата на кинеската капитална сметка.

очекувања се базираат на фактот дека управувањето на капиталните текови може да ја намали дисциплината на финансиските пазари и јавните финансии, да ги затегне финансиските ограничувања преку ограничување на странскиот капитал и да ги намали можностите за диверзификација на портфолијата на резидентите.¹²³ Тие, исто така, се „скапи“ за следење и имплементација, а влијаат и врз зголемувањето на корупцијата и го намалуваат финансискиот развој, преку нарушување на процесот за алокација на капиталот. Токму заради тоа што сигналите од економиите се дивергентни, секоја земја би требало многу внимателно да пристапи кон процесот на отстранување на овие контроли.

Ваквите спротивни гледишта, сепак, имаат една точка на допирање,¹²⁴ т.е. „тангента“. Во принцип, либерализацијата на капиталните текови влијае врз подобрување на процесот на алокација на ресурсите и зголемување на растот, меѓутоа, таа се одразува и врз зголемувањето на *финансиската ранливост*. Оттука, нето-ефектот од „ослободувањето“ на тековите треба да се анализира во рамка која ги вклучува и двете појави.

Ограничувањето на капиталните текови ги отсликува обидите на земјата за воспоставување заштита од ризиците поврзани со флукуациите на меѓународните пазари на капитал. Овие ограничувања особено доаѓаат до израз во услови на режим на фиксен девизен курс. Дополнително на тоа, доколку земјата има нестабилен банкарски систем, ослободувањето на тековите би можело да влијае врз одлевањето на домашната заштеда и зголемување на веројатноста за банкарска криза.

Сепак, како што можеме да забележиме и во последната финансиска криза, големите и променливи капитални текови можат да донесат ризици, дури и за земјите кои многу години се отворени и „профитираат“ од капиталните текови. Тие земји, исто така, имаат високоразвиени финансиски пазари (Aspachs-Bracons et al., 2012). На пример, во неколку развиени земји, финансиската супервизија и регулацијата не успеаја да ја спречат појавата на финансиските „меури“ и „прегреаност“ на домашната побарувачка. Помеѓу преостанатите фактори, врз овие процеси директно влијание имаа и евтините меѓународни средства. Со тоа, повторно се нагласува потребата за активно следење на ризиците кои можат да дојдат со неограниченото движење на капиталот.

¹²³ Види повеќе во: IMF (2012), Aizenman и Gilck (2008), Forbes (2005, 2007).

¹²⁴ Gourinchas и Jeanne (2002).

Како што можеме да видиме, капиталните приливи со себе носат и ризици, кои би можеле да се зголемат доколку земјите имаат големи разлики во финансиската и институционалната инфраструктура, во споредба со другите земји во светот. Оттука, либерализацијата на капиталните текови вообичаено е повеќе корисна и помалку ризична тогаш кога земјите достигнале одредено ниво на финансиска и институционална развиеност. Имено, според Eichengreen et al. (1999), финансиската либерализација не е коренот на проблемите, туку лошото управување во финансискиот сектор и неадекватната прудентна супервизија и контрола, чии последици се зголемуваат од либерализацијата.

Сепак, сè уште преовладува мислењето дека преку макроекономска консолидација, финансиски развој, воспоставување на супервизија и контрола и зголемување на квалитетот на институциите, земјите кои имаат ограничувања на капиталните текови би можеле полесно да ја отвораат капиталната сметка. Со тоа, тие би можеле да ги добијат сите користи кои ја „следат“. Притоа, најголемата дилема е поврзана со нето капиталните приливи (IMF, 2011). Имено, нема сомнеж дека бруто капиталните приливи ќе пораснат. Меѓутоа, заради неизвесноста во одливите на заштедите од земјите во кои има малку домашни инвестициони можности, би можело да не се случи долгоочекуваниот процес на прилив на капитал. Дополнително на тоа, ограничувањето на капиталот создава невидлива покривка преку која не може да се види големината на капиталот кој е заглавен зад тие рестрикции.

На крајот, би сакале да сублимираме со најмалку пет основни точки врз кои меѓународниот капитал може да предизвика потенцијални проблеми во една економија (Obstfeld, 2009):

- *Суверенитет*. Потенцијално вклучување на две (или повеќе) влади како главни страни во меѓународните договори (Tirole, 2002, цитирано во Tirole 2010).
- *Регулатива*. Меѓународните трансакции би можеле да влијаат врз „поткопување“ на домашната супервизија.
- *Конкурентска воздржаност*. Во услови на меѓународна финансиска конкуренција, националните регулатори ќе се соочат со политички притисок за да бидат „попопустливи“ кон домашните институции.

- *Девизна нерамнотежа*. Потенцијалните неурамнотежени девизни позиции го зголемуваат системскиот ризик.
- „*Заразување*“. Преку меѓународната трговија со средства, финансиските паники лесно би можеле да се пренесат на многу поширок круг на финансиски системи, зголемувајќи ги негативните ефекти врз реалната економска активност.

Целта на овој дел од трудот е да испита дали и каква би била врската помеѓу нестабилноста на движењата на капиталните текови врз целокупната економија во Македонија. Како што знаеме, овие движења лесно можат да ја остават земјата без странските извори за финансирање на растот. Меѓутоа, нашиот интерес е повеќе на другата страна, која веќе еднаш ја спомнавме. Впрочем, сакаме да дознаеме, дали и кои се факторите коишто би влијаеле врз одлевањето на домашната заштеда надвор од земјата. На крајот, сакаме да утврдиме дали постои врска помеѓу недовербата на политиките и нивото на депозитната евризација во Македонија.

3.2 Нестабилноста на капиталните текови и финансиската доларизација

Зајакнувањето и развивањето на финансиските пазари, како и зголемувањето на институционалните капацитети на земјата би можело да ги подобри нејзините можностите за справување со капиталните текови. Како што спомнавме погоре, промените во капиталните текови можеа да предизвикаат зголемување на ризиците за нарушување на макроекономската и финансиската стабилност. Оттука, потребно е да се преземат соодветни политики кои би гарантирале дека ризиците со кои земјите би се соочиле ќе се намалат, без притоа да се наруши макроекономскиот амбиент во неа. Затоа, секогаш кога промените во капиталните текови можат да предизвикаат економска нестабилност, нивното ограничување може да биде добра политика за зачувување на финансиската стабилност. Уште еднаш сакаме да истакнеме, дека воведувањето на капиталните контроли мора да биде придружено со мерење на трошоците од нив.

Политиките за регулирање на движењето на капиталните текови можеме да ги поделиме на две групи. Едната се однесува на регулацијата на приливите, а другата на капиталните одливи. Во рамките на управувањето на приливите, најчесто се

издвојуваат два фактора коишто влијаат врз нивната појава (Aroa и Cerisola, 2001; Reinhart, 2008; Cardarelli et al., 2009 и Chamon et al., 2012). Едните се факторите кои ги притискаат капиталните приливи, како монетарната и прудентната контрола во големите развиени земји, кои заради апетитот за ризик инвестираат во земјите во развој. Другите ги претставуваат факторите на привлекување на капиталните текови, кои се поврзани со институциите, политиките и макроекономските фундаменти на земјите во кои овие текови се инвестираат.

Покрај овие генерални политики, привлекувањето на капиталните приливи во една земја треба да биде придружено со развојот на домашниот пазар на капитал (акции и обврзници) и финансискиот пазар, во смисла на зголемување на видот на финансиски производи. Токму политиките поврзани со овие процеси треба да бидат поддржани од страна на носителите на политичките одлуки. Дилемите кои се поврзани со капиталните приливи многу повеќе се однесуваат на тоа како да се спречи нивното нагло одлевање при услови на паника. На една страна се препораките за водење на стабилни економски политики, меѓутоа, на другата не се исклучува директно ограничување на капиталните одливи.

Прашањето, на кое сакаме да најдеме одговор е: Дали политиките, кои една земја треба да ги води, можат да придонесат не само за привлекување и задржување на странските средства туку и намалување на притисокот на желбата на домашните инвеститори своите средства да ги вложат на странските пазари? Всушност, ова прашање во продолжение ќе се обидеме да го развиеме низ теоријата на факторите кои ја објаснуваат депозитната доларизација.¹²⁵

Она што најмногу нè интересира е, дали можеме да најдеме врска помеѓу националната регулатива за ограничување на движењето на капиталот и висината на депозитите во странска валута. Во тој контекст, владата има повеќе опции за да ги регулира депозитите во странски валути. Всушност, прашањето не е дали земјата ќе ги ограничи или безусловно одобри овие депозити! Таа може да овозможи само еден дел од агентите (извозноориентираните) да поседуваат депозити во странска валута. Меѓутоа, истото може да им го овозможи и на сите агенти во економијата. Токму оваа

¹²⁵ Промените кај инфлацијата и реалниот девизен курс (временската неконзистентност и недовербата кон макроекономските политики), каматните распони, портфолио-изборот, неперфектните пазари, ефектот на хистереза.

дистинкција е главниот аспект на депозитната доларизација. Имено, финансиската либерализација на една земја не мора секогаш да ги следи сите чекори. Притоа, во реалноста постојат земји кои застанале на парцијалната доларизација, додека кај други не постојат никакви ограничувања во таа насока.

Литературата има неколку објаснувања за политиките на ограничувањето на депозитната доларизација во една земја. Едно од нив се поврзува со технологијата на спроведување на капиталните контроли. Всушност, како што веќе спомнавме, овие ограничувања се застарени, но и многу скапи за имплементација. Притоа, штом тие станат неефикасни, владите се откажуваат од нив.

Второто објаснување се однесува на финансискиот развој. Имено, доколку банките имаат корист од постоењето на повеќе финансиски услуги, тие ќе лобираат за зголемување на можностите за воведување на нови инструменти. На другата страна, врз либерализацијата на депозитната доларизација може да влијаат надворешните фактори. Идејата зад ова тврдење е дека надворешните групи – меѓународните финансиски институции, инсистираат земјите да ја прифатат неолибералната парадигма за слободно движење на средствата. Во такви услови, на земјата ѝ останува да ја зголеми својата преговарачка моќ и да одолее на притисоците однадвор, пред јасната слика на користите и трошоците од таквиот процес.

Следното објаснување можеме да го поврземе со процесот на либерализација на капиталната сметка. Имено, знаеме дека депозитите во странски валути ги допираат интересите само на домашните агенти, меѓутоа, нивната либерализација би можела да биде првиот чекор кон „ослободувањето“ на сите преостанати текови во економијата (Gruben и Mcleod, 2004). На оваа врска, можеме да го поврземе и коментарот на Kubo (2007), кој истакнува дека преку можноста за вложување на средствата во странски валути (депозити) би требало да се очекува привлекување на приватните трансфери дознаки од вработените надвор од земјата.

Ако тргнеме од претпоставката дека агентите во една економија немаат можност да ги вложуваат средствата во валута различна од домашната, евентуалното масовно менување на овие средства во средства деноминирани во странски валути тогаш кога владата тоа ќе го дозволи, би требало да значи многу за носителите на макроекономските политики. Имено, првиот сигнал за нив е дека домашните

економски агенти немаат доверба кон домашната валута. Се разбира, доколку земјата е трговски отворена кон другите пазари, дел од агентите промената на деноминацијата на средствата ќе ја извршат од трансакциски побуди, меѓутоа, масовноста на побарувачката за странската валута би можело да упати на побудата за претпазливост.

Одобрувањето на резидентите да ги пласираат своите заштеди во домашни средства, деноминирани во странски валути би можело да се оправда и со очекувањето за постоење на високи износи на сива економија во земјата. На тој начин, голем дел од средствата кои се заробени помеѓу агентите¹²⁶ би можеле да се пласираат во финансискиот сектор, а со тоа и да придонесат кон зголемување на нивната корисност во економијата. Притоа, можноста за инвестирање на средствата во инструменти деноминирани во странска валута ја дополнува агрегатната побарувачка со побарувачката за инвестициски побуди.

Високите износи на депозитна доларизација во земјите упатува на тоа дека агентите во економијата немаат доверба кон економските политики кои ги водат носителите во нив. Со тоа, деноминацијата на средствата во странски валути упатува на очекувањата на агентите за остварување на подобра комбинација на ризик во однос на принос во тие валути. Токму тие очекувања се основа за ограничување на капиталните текови во земјите. Впрочем, би можеле да замислиме какви би биле вкупните последици за една земја, доколку покрај одливот на капитал на странските агенти се случи и одлив на домашните заштеди. Тука мораме да споменеме дека, кога во услови на либерална капитална сметка се случува одлив на средства, никој не знае чии се средствата. Меѓутоа, ако постојат причини за одлив на странските, тогаш истите тие причини важат и за домашните инвеститори.

3.3 Модел и опис на податоците

3.3.1 Ограничени капитални текови

Причините за зголемување на стравот од одлевање на домашните заштеди ќе се обидеме да го прикажеме преку едноставен модел. Во почетокот на моделот, ќе претпоставиме дека во една економија има економски агенти кои можат да инвестираат

¹²⁶ „Под перница“.

само во домашните средства. Притоа, изборот кој тие го имаат е ограничен на вложување во депозити во банките и во инструменти на пазарот на капитал. Депозитите можат да ги вложат на временски рок и во валута кои тие ги сакаат, а инструментите на пазарот на капитал се ограничени на акциите издадени од домашни компании. За симплификација на моделот, агентите не можат да вложуваат во доброволните пензиски шеми, инвестициските фондови или во полиси за животно осигурување. Во такви услови, распределбата на средствата во портфолиото на еден агент е ограничено на:

$$p_1 = a + d + d^* + s, \dots, \quad (3.1)$$

каде $p_1 \in f(W, I, DEV)$; a, d, d^* и s се $f(c, i_g, i_t, i_t^*, r_s)$; $t \in (0, 3)$

и,

p_1 - вкупниот износ на портфолиото во финансиски инструменти,
 a - трансакциски сметки,
 d, d^* - износ на средства депонирани во банките (депозити во домашна и во странска валута),
 s - износ на средства вложени на пазарот на капитал – вредноста на акциите,
 W - богатство на агентите,
 I - доход на агентите,
 DEV - развиеност на финансиските пазари,
 c - доверба кон макроекономските политики,
 i_b, i_t^*, i_g - каматната стапка на депозитите во денари и во странска валута, орочени до 3 години (како максимален рок кој банките го нудат за инвестирање во депозити) и безризична каматна стапка,
 r_s - принос на пазарот на капитал (пораст на берзанскиот индекс.

Оттука, кога изборот на инвеститорите е ограничен на домашните средства, во зависност од нивните финансиски можности (богатството и доходот) и асортиманот на финансиски инструменти, тие ќе го формираат своето портфолио врз основа на идните очекувања за економските движења и приносите на средствата. Притоа, приносот на вкупното портфолио може да биде збир на:

$$r_{p1} = i_g + i + i^* + r_s, \dots, \quad (3.2)$$

каде $\int_0^1 f(\pi_e, ex_e, dev) dr_{p1}$

и, π_e - очекуваната инфлација,
 ex_e – очекуваната промена на девизниот курс,
 dev - видови на финансиски инструменти.

Вкупниот принос, кој ќе го остварат сите агенти во економијата, ќе биде резултат на дистрибуцијата помеѓу овие инструменти. Така, ако агентите сметаат дека во економијата има голема неизвесност, тогаш нивниот принос ќе е поблизок до приносот на средствата кои можат да го покријат трошокот за преземениот ризик.¹²⁷ Спротивно, ако во економијата нема големи неизвесности, вкупниот принос на агентите ќе е поблизок до најдобрата долгорочна инвестиција.¹²⁸ Во реалноста, во земјите кои имаат слаборазвиен финансиски систем, а неизвесноста е поголема, најголемиот дел од средствата се деноминирани во „a“ и „d*“.¹²⁹ Притоа, за нас посебно интересно е големото учество во депозитите во странска валута. На другата страна, во земјите во кои има поширок спектар за диверзификација на портфолиото, вложувањата во овој инструмент се ниски.

Теоријата за временска неконзистентност на владата, укажува на тоа дека главните фактори коишто влијаат врз изборот на инструментите за вложување на средствата се веројатноста за одржување на ветените политики од страна на носителите. Во тој правец, агентите ги анализираат можностите за одржување на ниско ниво на инфлација, стабилен девизен курс и расположливите инструменти за заштита од тие ризици. Оттука:

$$r_{i1} = \mu a + \nu d + \pi d^* + \theta s, \dots, \quad (3.3)$$

каде μ, ν, π, θ се $f(\pi_e, ex_e)$

- и, r_{i1} - вкупниот износ на портфолиото во финансиски инструменти,
 μ – учеството на трансакциски сметки,
 ν - учеството на средства депонирани во банките (депозити во домашна валута),
 π - учеството на средства депонирани во банките (депозити во странска валута),
 θ – учеството на средства вложени на пазарот на капитал,

$$\text{учествата на сите инструменти: } \mu + \nu + \pi + \theta = 1$$

¹²⁷ Ако прифатиме дека трансакциските сметки не носат приноси, туку се само израз на сума на пари кои агентите ја чуваат за трансакциски побуди.

¹²⁸ Во моделот, до 3 години.

¹²⁹ Заради упростување на моделот, сметаме дека разликите во трансакционите трошоци за држење на средствата помеѓу овие инструменти се занемарливи.

Се чини дека, најдобра опција за заштита од нестабилната инфлација и неизвесноста од промените на девизниот курс („с“), е средствата да бидат алоцирани во инструменти без девизен ризик. Меѓутоа, не треба да заборавиме дека зборуваме за економија во која агентите немаат право да вложуваат во странски надворешни финансиски инструменти, заради ограничените капитални текови. Од тие причини и во отсуство на финансиски инструменти за заштита од девизниот и ризикот од промена на цените, тие ќе инсистираат да вложуваат во домашните средства, но кои се деноминирани во странски валути.

3.3.2 Слободно движење на капиталните текови

Но, што ако агентите во земјата имаат можност за вложување на своите средства во инструменти насекаде во светот? Во такви услови, распределбата на средствата во портфолиото на еден агент би можеле да ја претставиме преку:

$$p_2 = a + d + d_1^* + d_2^* + s + s_1, \dots, \quad (3.4)$$

каде p_2 е $f(W, I, DEV, DEV^*)$; и $a, d, d_1^*, d_2^*, s, s_1$ се $f(c, c^* i_t, i_{t1}^*, i_{t2}^*, r_s, r_{s1})$; $t(0,3)$

- и,
- p_2 - вкупниот износ на портфолиото во финансиски инструменти,
 - a - тековни сметки, депозити по видување и трансакциски сметки.
 - d, d_1^* - износ на средства депонирани во домашниот банкарски систем (депозити во домашна и во странска валута), d_2^* - износ на средства депонирани надвор од земјата,
 - s, s_1 - износ на средства вложени на пазарот на капитал во земјата и во странство,
 - W - богатство на агентите,
 - I - доход на агентите,
 - DEV, DEV^* - развиеност на домашните и странските финансиски пазари,
 - c, c^* - довербата кон домашните и надворешните макроекономски политики,
 - i_t, i_{t1}^*, i_{t2}^* - каматната стапка на депозити орочени до 3 години во денари и во странска валута во земјата и надвор од неа,
 - r_s, r_{s1} - принос на домашниот и странскиот пазар на капитал.

Со тоа, покрај домашните, одлуката во кои инструменти да се вложат расположливите средства, агентите ќе ја базираат и на анализа на можностите за инвестирање надвор од својата земја. Притоа, приносот на вкупното портфолио е збир на:

$$r_{p2} = i_g + i_t + i_{t1}^* + i_{t2}^* + r_s + r_{s1}, \dots, \quad (3.5)$$

$$\text{каде } \int_0^1 f(\pi_e, ex_e, dev, dev^*) dr_{p1}$$

Во таа анализа, покрај неизвесноста и приносите на средствата во домашната економија, агентите ќе ги анализираат и глобалната економија и финансиски систем. Со тоа, доколку една земја има висок степен на депозитна евроизација, треба да имаме во предвид дека домашните агенти многу повеќе веруваат на надворешните монетарни власти отколку на домашната Централна банка.

Таа анализа, всушност, ќе треба да даде одговор на прашањето, дали ризиците кои се очекуваат во домашната економија можат да бидат надоместени со приносите на средствата вложени во домашни или во странски средства.¹³⁰ Притоа, учествата на финансиските инструменти ќе зависат од:

$$r_{i2} = \mu a + v d + \pi d_1^* + \delta d_2^* + \zeta s + \kappa s_1^*, \dots, \quad (3.6)$$

$$\text{каде } \mu + v + \pi + \delta + \zeta + \kappa (\pi_{edif}, ex_{edif}, i_{dif}, r_{dif})$$

- и,
- r_{i2} - вкупниот износ на портфолиото во финансиски инструменти,
 - μ – учеството на тековни сметки, депозити по видување и трансакциски сметки,
 - v, π - учеството на средства депонирани во домашните банки (домашна и странска валута),
 - δ - учеството на средства депонирани во надворешните банки,
 - ζ, κ – учеството на средства вложени на домашниот и странскиот пазар на капитал,
 - π_{edif} - разлика на инфлациските очекувања во домашната и странската економија,
 - ex_{edif} – разлика во очекуваната промена на девизниот курс на домашната и странската валута,
 - i_{dif} - каматен диференцијал на домашната и странската каматна стапка,
 - r_{dif} - разлика во приносите на домашните и пазарите на капитал во странство.

$$\text{учествата на сите инструменти: } \mu + v + \pi + \delta + \zeta + \kappa = 1$$

Притоа, заради поедноставување на моделот диференцијалот на девизните курсеви е еднаков на ex_e . Имено, ако претпоставиме дека има само една странска валута, тогаш ќе има и само еден девизен курс. Со тоа, врз агентите ќе влијае само очекуваната промена на девизниот курс, како во претходниот модел. Дополнително во

¹³⁰ Тука, заради поедноставување на моделот, предвидуваме дека разликата во трансакциските трошоци за тргување дома и надвор од земјата се занемарливо мали.

овој модел мобилноста на капиталот е неограничена, заради што сметаме дека важи условот за каматен паритет. Со тоа диференцијалот на каматните стапки би исчезнал. Така поставен, моделот упатува на $\pi_{edif}, ex_e, r_{dif}$, како главни фактори во процесот на одлучување.

Во зависност од апетитот за ризик, еден домашен агент ќе инвестира надвор од земјата доколку π_{edif} и ex_e растат, а r_{dif} се намалува. Ако претпоставиме дека концентрацијата на поголемиот дел на заштедите во една економија се сведува на депозити во странски валути, а со тоа и довербата кон домашните политики е мала, тогаш отворањето на финансиската сметка би требало да значи одлевање на дел од средствата на тие депозити.

Тезата која сакавме да ја тестираме со развивањето на моделите е: Која е врската помеѓу високиот степен на депозитна евроизација и ограничувањето на капиталните текови? Моделите покажуваат дека главните фактори кои агентите ги имаат во предвид кога инвестираат се ризиците поврзани со одлуките на носителите на макроекономските политики. Притоа, доколку сакаме да ја откриеме врската помеѓу депозитната евроизација и останатите варијабли во една економија, одговорот ќе треба да го бараме во променливи кои би упатиле на промена на стапката на инфлација и нивото на девизен курс. Во таа насока, анализите најчесто се насочуваат кон: промената на нивото на цените во економијата, понудата на пари, дисконтната каматна стапка, промената на девизните резерви, салдото на тековната сметка или степенот на надворешна задолженост на економијата.

3.4 Основни резултати и анализа на сензитивноста

Доколку се прифатат претпоставките кои се содржани во претходните модели, би можеле да заклучиме дека во земјите во развој кои имаат висок степен на депозитна евроизација агентите не веруваат во домашните политики! Во такви услови, токму стравот од загуба на вредноста на своите имоти од зголемување на цените или намалување на вредноста на домашната валута нив ги тера да ги избегнуваат домашните средства деноминирани во домашната валута. Ова особено доаѓа до израз во услови на слободно движење на капиталните текови, при што заради ризикот од

земјата поголемиот дел од средствата би биле вложени надвор од домашната економија. Оттука, без оглед на инструментите во кои би вложувале (депозити или хартии од вредност) главниот мотив за тие вложувања ќе биде намалувањето на неизвесноста од промена на макроекономските политики.

Во продолжение ќе се обидеме да дадеме одговор на прашањето, дали факторите за депозитната евроизација, за кои зборувавме во претходната точка важат и на случајот на Македонија. Притоа, тезата која сакаме да ја тестираме е поврзана со можностите за непредвидливо движење на капиталните текови, доколку во неа целосно се либерализира финансиската сметка. Имено, сакаме да откриеме дали евроизацијата на депозитите е резултат на: (1) сензитивноста на промените на инфлацијата и девизниот курс или разликата во каматните стапки на депозитите, како што претпоставивме во моделот погоре, или пак станува збор за некои други фактори, како што се ефектот на (2) „хистерезата“ и (3) „перзистентноста“. Дополнително на тоа, преку откривање на можните детерминанти, ќе се обидеме да идентификуваме кои би биле можните негативни последици од ослободувањето на финансиските текови.

Тука сакаме да напомниме дека ризиците ќе се анализираат на ниво на нарушување на довербата во монетарната политика, преку намалувањето на девизните резерви од една страна, без притоа квантитативно да се прикаже нарушувањето на стабилноста на финансискиот сектор, заради т.н. „навала на банките“ од друга страна. Исто така, сосема сме свесни за големината на сите ризици, по банкарскиот сектор и целокупната економија, воопшто, кои произлегуваат од повлекувањето на депозитите. Всушност, токму за тоа и зборувавше теоријата за трилемата на Mundell (1962). Оттука, ризиците кои ќе ги покаже анализата би можеле да се сметаат за најмалите, не земајќи ги предвид оние од „поголемата слика“.

Во услови на одлевање на депозитите од домашната економија, постои опасност за нарушување на билансот на финансиската сметка и намалување на девизните резерви на земјата, „*ceteris paribus*“. Промената на девизните резерви, дополнително ќе ја намали довербата кон политиките, особено стабилноста на девизниот курс. Тоа ќе влијае на зголемување на притисокот на финансиската сметка. Во овој дел, ќе напомниме дека, иако сме свесни за мултипликацијата на овие ефекти и врз преостанатите сегменти на билансот на плаќања, заради предметот на интерес, ќе го анализираме единствено ефектот врз финансиската сметка.

Ако знаеме дека во моделот на Mundell-Fleming, капиталната сметка е составена од:

$$KA = z(i - i^*) + k, \text{ пререструктурирајќи ја, добиваме: } KA = zi - zi^* + k,$$

каде: z е нивото на мобилност на капиталот, i е домашната каматна стапка, i^* е странската каматна стапка, k е капиталните инвестиции кои не зависат од i , тогаш, кога инвестирањето на средствата надвор од земјата е ограничено, единствениот принос кој е значаен за агентите е домашната каматна стапка „ i “, а капиталната сметка е составена единствено од инвестициите кои не зависат од каматните стапки.

Заради тоа што одлуката на агентите да вложуваат во депозити во домашни или странски валути е поврзана со поголемиот принос, во една земја во која има страв од настанување на инфлација или депрецијација, агентите, покрај каматните стапки, ќе ја го анализираат и движењето на цените на мало. Притоа, во услови на фиксен девизен курс во земјата во која трансмисиониот канал помеѓу промените во надворешните и домашните цени е силен, покрај висината на цените на мало, се анализира и движењето на номиналниот девизен курс.

Вториот директен ефект со кој би можела да се соочи земјата при евентуално одлевање на депозитите од економијата се негативните последици врз финансискиот сектор. Во историјата постојат бројни примери за последиците кои ги нанесуваат депозитите во странски валути, тогаш кога се случува нивно нагло повлекување од банкарскиот систем. Во Турција, која имала стапка на депозитна доларизација од 46 проценти, во 1994 година, заради намалувањето на кредитниот рејтинг на земјата и депрецијацијата на девизниот курс, 17 проценти од депозитите биле повлечени од банкарскиот систем. Таквата состојба ги натерала носителите на економските политики да воведат гаранции за сите доларски депозити, а банкарскиот систем го оставила во многу лоша состојба.

Во следната година, во Аргентина, заради кризата во Мексико, 18 проценти од депозитите се одлеале од банкарскиот систем, при што 10 помали банки морале да прогласат банкрот. Понатаму, во 1996 година заради проблемите со исплатата на депозитите кои ги имале две банки во Бугарија, целиот банкарски систем бил зафатен со негативни трендови. Тоа довело до затворање на банките кои не го издржале притисокот. Сличен пример на негативните последици од одлевањето на депозитите од

банкарскиот систем можеме да видиме и во Русија (1998), Еквадор (1999), Аргентина (2001) и во Уругвај (2002), во кои заради неодржливата фискална политика, затворањето на меѓународните пазари, проблемите на големите банки во земјата, неизвесноста во девизниот курс и високиот долг на државата, банкарските системи претрпеле огромни загуби. На крајот, заедничко за сите кризи е ефектот на прелевање на финансиските нерамнотежи од една на друга земја. Тоа веќе еднаш го спомнавме во претходната глава, меѓутоа заради тоа што овие кризи се пренесуваат преку движењето на меѓународниот капитал, што всушност е тема на овој дел од трудот.

3.4.1 Случајот на Македонија

Во продолжение на оваа глава, ќе се обидеме да ги идентификуваме причините за настанувањето на депозитната евроизација во Македонија. Притоа, во анализата на тие фактори, имаме во предвид дека до завршувањето на втората етапа на договорот за стабилизација и асоцијација, Македонија има ограничување на слободното движење на депозитите.¹³¹ Од тие причини, и анализата врз основа на која ќе дадеме заклучоци се базира на моделот од равенката 3.3, со која причините за вложување во депозити со валутна компонента ќе ги бараме во очекуваната инфлација и депрецијација на девизниот курс.

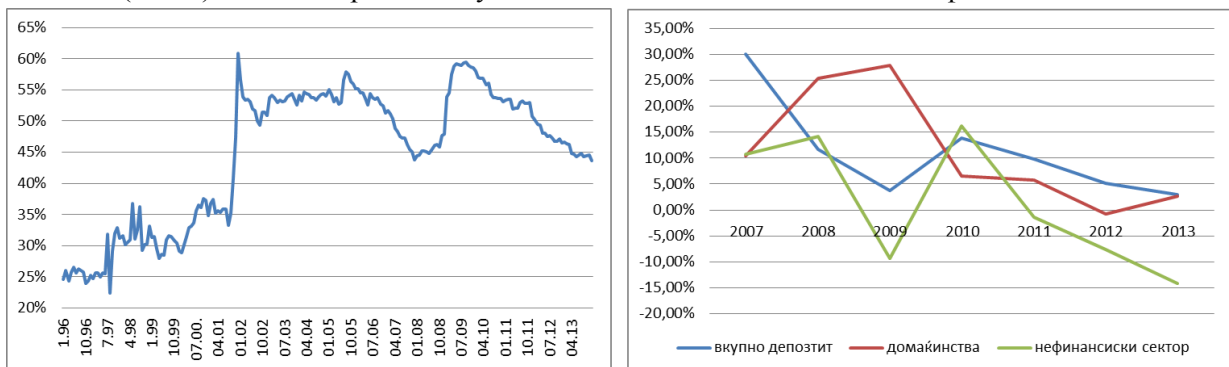
Македонија се вбројува во земјите со висока стапка на депозитна евроизација. Имено, од 2002 година, учеството на депозитите со валутна компонента не паднало под 45% од вкупните депозити. На графиконот 3.3 (лево), можеме да забележиме голем пораст на депозитите во евра за релативно кус период, од 2001-2002 година. Тука би сакале да напомене дека не станува збор само за промена на валутната структура на депозитите туку и за промена на методологијата на известување од НБРМ. Притоа, како дополнување на извештаите на централната банка, се даваат и податоци за депозитите кои се валутноиндексирани. Всушност, до тој период НБРМ даваше податоци единствено за депозитите во странски валути и во домашната валута, во кои всушност беа вклучени и индексираниите. Меѓутоа и покрај тоа што депозитите во странски валути се доминантни пред индексираниите инструменти за штедење, наш интерес е токму поделбата на депозитите со и без валутна компонента, а индексираниите, впрочем, имаат валутна компонента.

¹³¹ Законот за девизно работење, Одлуката за начинот и условите под кои резидентите кои не се овластени банки можат да отвораат и да имаат сметки во странство и Договорот за стабилизација и асоцијација пропишува точно кој има право да отвори депозитни сметки надвор од земјата.

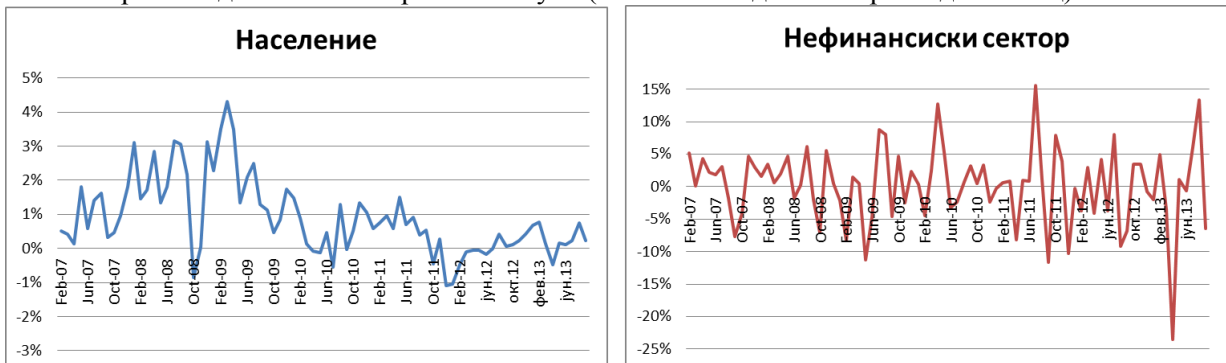
Сепак, мораме да споменеме дека, покрај промената на методологијата, постоеја и реални фактори коишто влијаеја врз зголемувањето на уделот на девизните депозити во вкупните депозити во банките. *Првиот* фактор е нестабилноста во Србија (1999), *вториот* фактор е политичката нестабилност во Македонија (2001), и *третиот* е конверзијата на германската марка со еврото (2002). Во тој период, поголемиот дел од заштедите кои се наоѓаа надвор од банкарскиот систем, а беа деноминирани во германски марки, при промената останаа на сметките на граѓаните. Со тоа, вкупниот износ на депозити порасна, но она што е поважно, заради валутната структура на растот, учеството на девизните депозити се зголеми.

На истиот графикон (десно), можеме да забележиме дека најдинамичен раст имаат девизните депозити на населението. Сепак, од 2007 година, се забележува намалување на динамиката на раст кај сите депозити (денарски и девизни), при што таквата тенденција кај населението започнува во 2009 година, додека кај нефинансискиот сектор не би можеле да откриеме јасна тенденција.

Графикон број 3.3. Учество на депозитите со валутна компонента во вкупните депозити (лево), годишен (десно) и месечен раст на вкупните депозити на населението и нефинансискиот систем



Месечен раст на депозити во странски валути (тековен во однос на претходен месец)



Извор: НБРМ, статистика, пресметки на авторот.

Ако сакаме да ја објасниме депозитната евроизација преку ефектот на недовербата на домашните политики, а тоа го спроведеме преку довербата во

домашната валута, лесно би можеле да заклучиме дека токму тоа се случува во Македонија. Имено, особено кај населението, сосема јасно можеме да забележиме дека секогаш кога настанува некој негативен настан, кој влијае врз намалување/зголемување на довербата на домашната/странската валута, учеството на депозитите со девизна компонента се менува. Ова особено доаѓа до израз во текот на периодот од 2008-2010 година, кога заради намалување на довербата кон еврото, депозитите со девизна компонента го намалија своето учество.

Недовербата кон остварувањето на економските политики главно се однесува на нивните можности за одржување на ниско и стабилно ниво на инфлација и стабилен девизен курс. А, во услови на висок степен на евроизација на средствата на населението, токму стравот од флукуација на номиналниот девизен курс е најголем. Тоа е и главната причина за одржување на високата стапка на депозитна евроизација во земјите.

За таа цел, во продолжение ќе ги прикажеме годишните промени на инфлацијата.¹³² Стапката на инфлација ќе ја споредиме со онаа на Германија, сметајќи дека целосната доверба кон еврото, која ја имаат агентите во земјите со висок степен на евроизација доаѓа токму од довербата кон економските политики во неа. Оттука, имајќи ја предвид разликата и динамиката на движење на инфлацијата во Македонија и во Германија, лесно можеме да заклучиме зошто агентите инсистираат на депозитите со валутна компонента. Имено, во услови на режим на фиксен девизен курс, доколку земјата има повисоки стапки на инфлација од земјата кон чија валута се фиксирала, на долг рок страда од реална апрецијација на домашната валута.

Дополнително, во јавноста често може да се сретнат анализи кои би можеле да влијаат врз расположението на мнозинството на депоненти. Имено, во тие анализи секогаш кога се зборува за стабилноста на девизниот курс на денарот се спомнува висината на девизните резерви и инфлацијата. Во таа насока, карактеристично за Македонија е долгогодишното стабилно ниво на номиналниот девизен курс¹³³ и растот на девизните резерви од околу 6,5% на годишно ниво.¹³⁴ Таквата тенденција во стручните анализи се поврзува со идна стабилност на курсот на денарот. Од друга

¹³² IFS (2014).

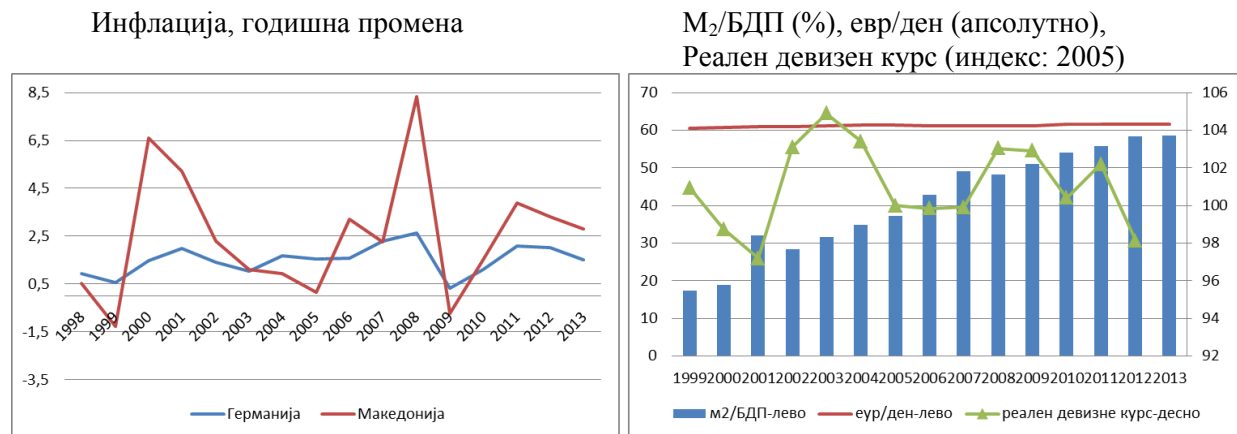
¹³³ НБРМ, статистика.

¹³⁴ За периодот од 2005-2013 година.

страна пак, порастот на паричната маса M_2 ,¹³⁵ промената на реалниот девизен курс,¹³⁶ како и инфлацијата за стручните анализи се јасни сигнали за потешкотии во одржувањето на номиналниот девизен курс на долг рок. На крајот, врската помеѓу чувствителноста на депонентите на резултатите од стручните анализи и нивните заклучоци, би можеле да ја најдеме во фактот дека промената на девизниот курс на конечно е политичка одлука. Впрочем девалвацијата може да се случи и без за тоа да има јасни сигнали. Токму таа врска ја зголемува претпазливоста во Македонија.

Како што спомнавме погоре, централното прашање во овој дел од трудот е: Дали во случај на ослободување на финансиската сметка ќе се случи одлевање на дел од депозитите надвор од земјата? Претходно покажавме дека недовербата кон економските политики може да биде прифатлив аргумент за високата депозитна евроизација во Македонија. Притоа, врз основа на тој аргумент, а заради ограничувањата на капиталните текови, македонските домаќинства навистина најмногу реагираат на очекувањата за промена на инфлацијата и на девизниот курс.

Графикон број 3.4. Инфлација, номинален и реален девизен курс и движење на паричната маса во Македонија



Извор: ММФ, Меѓународна финансиска статистика (IFS, 2014), НБРМ, статистика, пресметки на авторот.

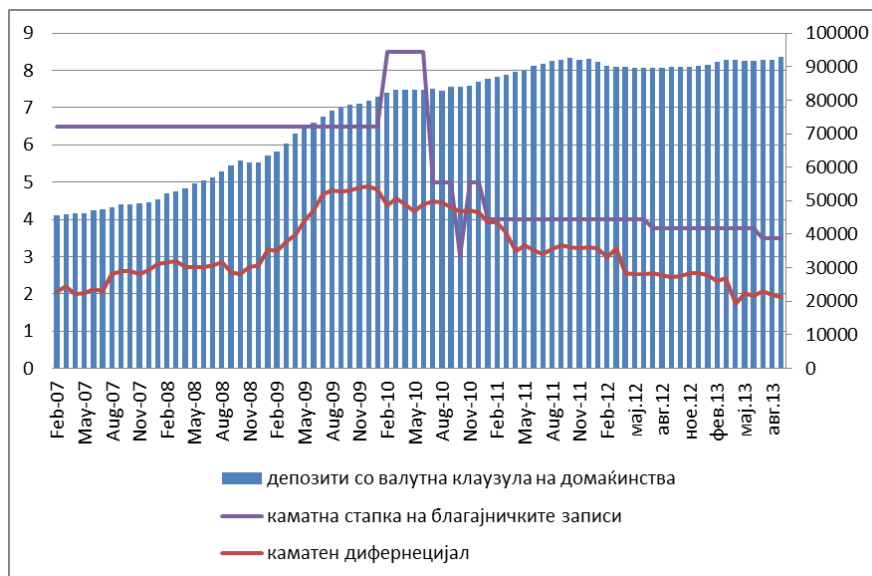
Тоа се потврдува и со релативно високиот каматен јаз помеѓу денарските депозити и депозитите со валутна компонента во анализираниот период (2,97 п.п.). Имено, во услови на очекувања за промени на инфлацијата и номиналниот девизен курс, „скривницата“ во средства деноминирани во странски валути се потврдува со

¹³⁵ НБРМ, статистика.

¹³⁶ ММФ, Меѓународна финансиска статистика (IFS, 2014).

постоенето на разликата во каматната стапка на денарските и депозитите со валутна компонента. Токму тој распон го објаснува и расположението за валутата на депозитите на населението. Притоа, сакаме да истакнеме дека доколку довербата кон макроекономските политики не е доведена во прашање, повисокиот каматен распон би требало да влијае врз зголемувањето на вложувањата во средства деноминирани во домашната валута. На тоа би можеле да додадеме дека, дури и во услови на негативни реални каматни стапки во земјата, депозитната евроизација расте.

Графикон број 3.5. Каматен диференцијал (лево), каматната стапка на благајничките записи (лево) и износ на депозити со валутна компонента на домаќинствата (во милиони денари), (десно).



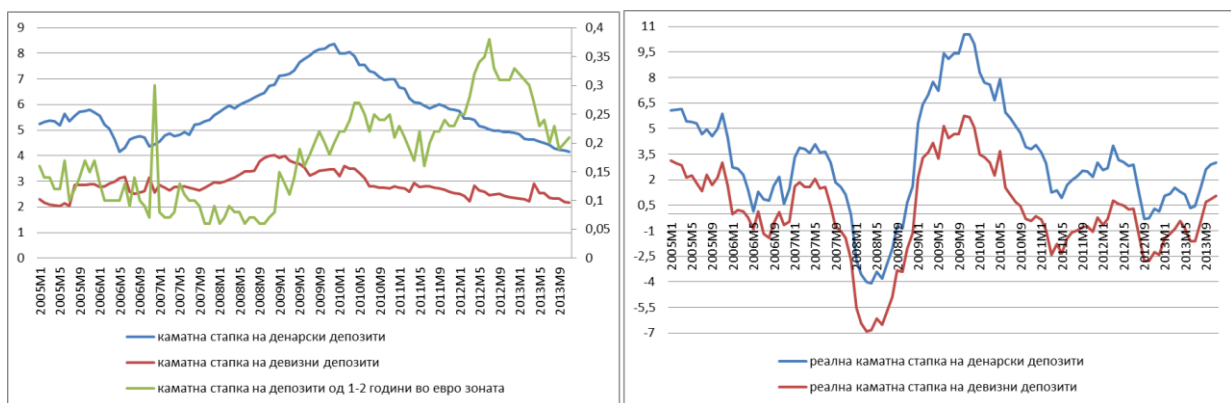
Извор: НБРМ, статистика, пресметки на авторот.

На графиконот број 3.6, може да се забележи дека, во периодот од третиот квартал во 2007 година до почетокот на 2009 година, реалните приноси на депозитите се негативни, додека депозитната евроизација расте (графикон број 3.5). Всушност, тоа е сосема очекувано, ако имаме во предвид дека каматната стапка на депозитите во најголема мера е зависна од висината на референтната каматна стапка (онаа на благајничките записи). Токму нејзиното движење, во услови на фиксен девизен курс, се поврзува со еден од инструментите за одржување на неговата стабилност. Тоа повторно упатува на важноста на зголемувањето на довербата кон домашната валута.

Меѓутоа, и покрај тоа што можеме да прифатиме дека недовербата кон домашната валута е една од причините за појавата на депозитната евроизација, тоа сè уште не е доволно голем аргумент за одливот на средства од земјата. Ова особено доаѓа

до израз во услови кога реални шанси за загуба на депозитите не постојат, бидејќи најголемиот дел од депозитите се осигурени во фондот за осигурување на депозитите. Впрочем, за да се случи тоа, потребно е нешто повеќе од либерализацијата на тековите. Доколку ја прифатиме претпоставката¹³⁷ дека не постојат значителни трансакциски трошоци за трансфер на средства помеѓу земјите, главниот мотив за инвестирање надвор од земјата би требало да бидат приносите на средствата (каматната стапка и приносите на берзанските индекси). Имајќи предвид дека, дури и во услови на ограничувања на финансиските текови, каматната стапка не игра значајна улога во одредувањето на степенот на депозитната евроизација, би можеле да претпоставиме дека ниската каматна стапка во еврозоната (графикон 3.6, лево - десна оска), исто така, нема да влијае врз износот на одливи од земјата. Тоа уште повеќе се потврдува со очекувањата за конвергенција на каматните стапки како резултат на заклучоците од теоријата за каматен паритет. Оттука, стравот за одлевање на поголеми износи на средства во вид на депозити надвор од земјата не би можеле да го засноваме на апетитот за повисоки приноси (камати), туку на барање на понизок ризик.

Графикон број 3.6. Номинални (лево - лева оска) и реални (десно) пондерирани каматни стапки на денарските и депозитите со девизна клаузула во Македонија и депозитите од нефинансискиот сектор и домаќинствата во еврозоната (лево - десна оска)



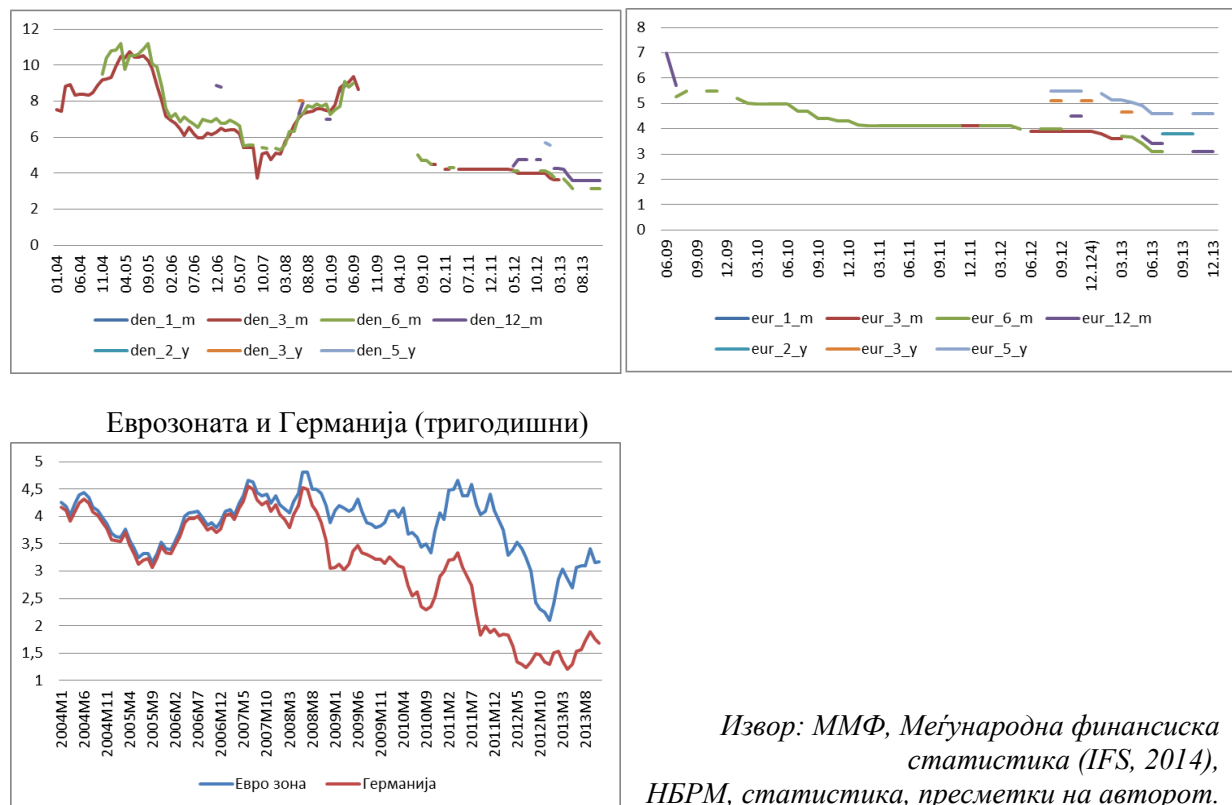
Извор: IFS (2014), НБРМ, статистика, пресметки на авторот.

Како мало отргнување од анализата сакаме да наспомеме дека стабилноста и висината на приносите на пазарите на капитал (особено акциите) во евро зоната (особено во Германија) би можеле да преставуваат силен мотив за одлевање на депозитите. Всушност за да може да се процени ефектот од ослободувањето на финансиските текови врз одлевањето на депозитите како резултат на вложување на

¹³⁷ Иако е дискутабилна.

странските пазари на капитал, потребно е да се измери потенцијалниот пораст на домашниот пазар на акции. Сосема оправдано е да се очекува поголема динамика и приноси, доколку странските инвеститори започнат со вложувања во „потценетата“¹³⁸ македонска берза.

Графикон број 3.7. Каматни државните записи во Македонија, Еврозоната и во Германија



Потврдата на барањата на инвеститорите за повисоки премии за ризик, би можеле да ја бараме во разликата во висината на каматните стапки на државните записи во Македонија, Еврозоната и во Германија. Тука би сакале да спомнеме дека вложувањето во државните записи за домаќинствата не е чист супститут на вложувањата во депозити, но анализата на движењето на нивните каматни стапки би можело да ни даде два одговора: *прво*, дали постои врска помеѓу поголемото ниво на ризик на јавните финансии во земјата и надвор од неа и *второ*, дали има врска помеѓу овие каматни стапки и оние на депозитите.

¹³⁸ Според очекувањата.

Од една страна, малата разлика во каматните стапки во Македонија, Еврозоната и во Германија не нè упатува на некој значаен заклучок, затоа што инвеститорите не се вмрежуваат на овие пазари на државни записи. Од друга страна, главната улога која ја имаат финансиските институции во инвестирањето на овие пазари влијае и врз каматната стапка и валутната структура на овие финансиски инструменти. Имено, владата преку промената на висината на овие каматни стапки сака да влијае врз економските циклуси во земјата, а структурата на изворите на средства на банките влијае врз валутата на записите.

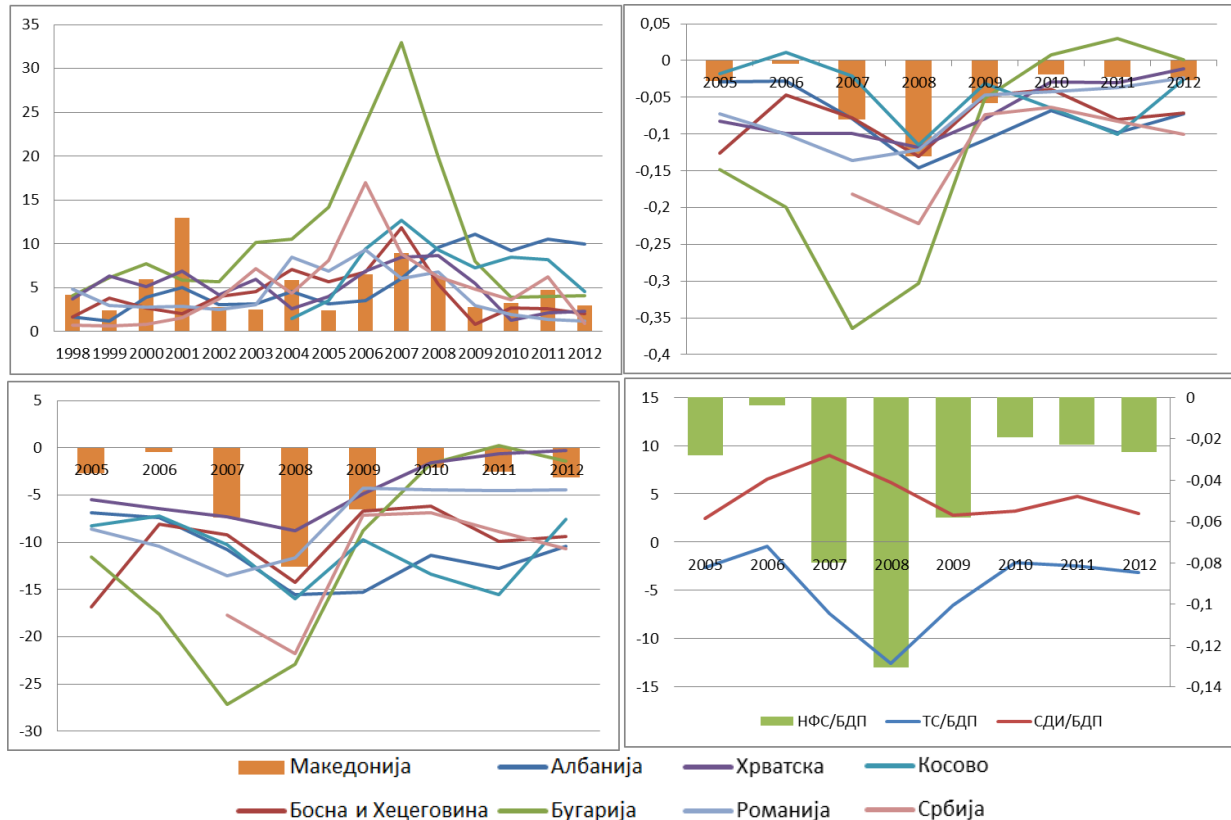
Анализата до овој дел од трудот не може да најде силни аргументи за постоење на страв од нагло одлевање на депозитите надвор од Македонија. Всушност, заради барањата на агентите да бидат заштитени од девизниот и ризикот од инфлациски данок, дозволата тие да поседуваат депозити со валутна компонента го намалува притисокот за промена на инструментот во кој вложиле. Дополнително на тоа, овој инструмент е целосно заштитен и речиси безризичен.

Македонија и земјите од регионот се мали и отворени економии со постојан дефицит на тековната сметка (до 15% од БДП), релативно мал прилив на странски директни инвестиции (со исклучок на Бугарија, до 10% од БДП) и негативни салда на финансиската сметка (до 0,15% од БДП). Она што би можело да оди во прилог на нашата анализа е многу поголемиот износ на странски директни инвестиции во однос на портфолио-инвестициите, кои по природа многу тешко можат брзо да се изнесат од економијата.

Во текот на анализираниот период, портфолио-инвестициите на пазарите на капитал во сите земји од регионот не надминуваат 0,02% од БДП, а нето портфолио-инвестициите се движат од -0,04 до +0,04 % од БДП. Ваквата карактеристика на платните биланси на земјите укажуваат на тоа дека тие се високоувозно зависни економии. Меѓутоа, од разни причини, нивните пазари на капитал сè уште не се целосно откриени за меѓународните инвеститори, заради што тие немаат големи приливи, особено преку портфолио-инвестиции. Токму последниве, во историјата се покажани како многу променливи и склони на нагло повлекување. Она што загрижува е негативното салдо на финансиската сметка, кое оди во прилог на стравот од одлевање на дел од средствата на домашните резиденти. Тоа особено дојде до израз кога

странските инвеститори од македонската берза на хартии од вредност „изнесоа“ големи износи на средства.

Графикон број 3.8. Странски директни инвестиции (горе лево), нето финансиска сметка (горе десно) и тековна сметка (долу лево), во однос на БДП во земјите од регионот, Македонија (долу десно)



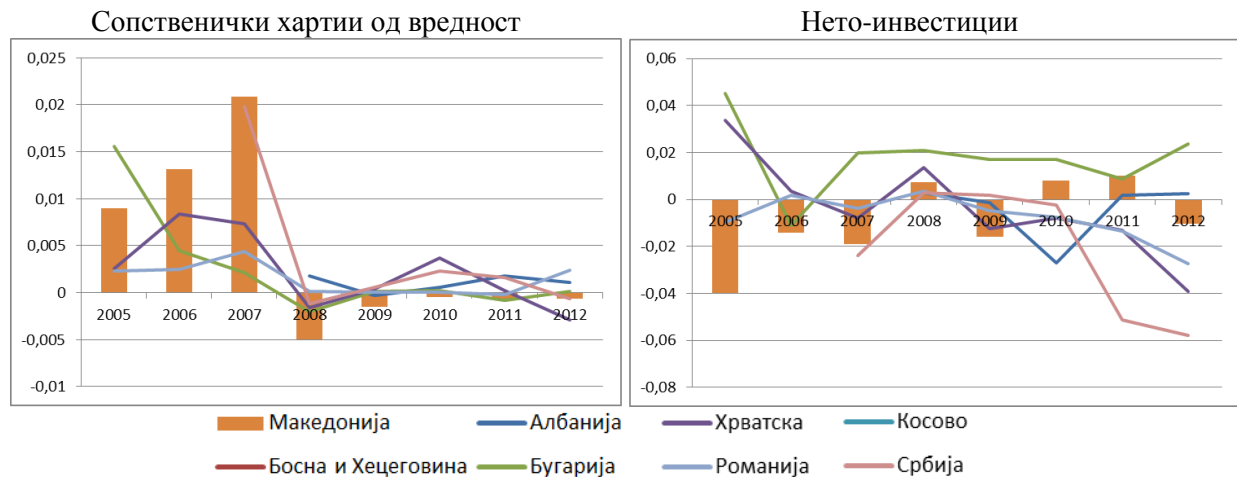
Извор: Светска банка (WDI), пресметки на авторот.

Анализата до оваа точка покажува дека, доколку агентите не реагираат на промените на каматните стапки, една од причините за остварување на бараниот однос на ризик-принос, преку вложување во депозити со валутна компонента е токму неразвиениот пазар на капитал. Меѓутоа, токму тука доаѓаме до една глава забелешка на целиот тек на истражувањето. Имено, ако претпоставиме дека при отворањето на финансиската сметка, агентите ќе вложат во пазарите на капитал надвор од неа, прашањето кое се поставува е: Дали можеби токму таа либерализација нема да влијае врз развивањето на домашниот пазар на капитал?

Негативното салдо на финансиската сметка и сигналот дека би можело да постои опасност за одлевање на депозитите, за случајот на Македонија не е целосно прифатлив. Всушност, таквото салдо би можело да се протолкува како бегане на

странските инвеститори од економијата, чие однесување ќе го следат и домашните агенти. Меѓутоа, ако имаме предвид дека главните носители на тоа салдо се промените во средствата и обврските на државата по должнички хартии од вредност и заемите на монетарната власт и државата, како и надворешните институционални инвеститори (особено во периодот од 2007-2009 година), најголемиот ризик со кој би можела да се соочи земјата е стопирање на приливот на средства по таа основа. Тука останува прашањето: Дали и колку промената во расположението на меѓународните кредитори би влијаела врз одлуките на домашните агенти за видот и местото на вложување на своите средства, при евентуална слобода во изборот на дестинацијата? Притоа, уште еднаш ќе ја истакнеме нивната големина, која по овие параметри ќе се согласиме дека е без закани – мала.

Графикон број 3.9. Портфолио-инвестиции (од БДП)



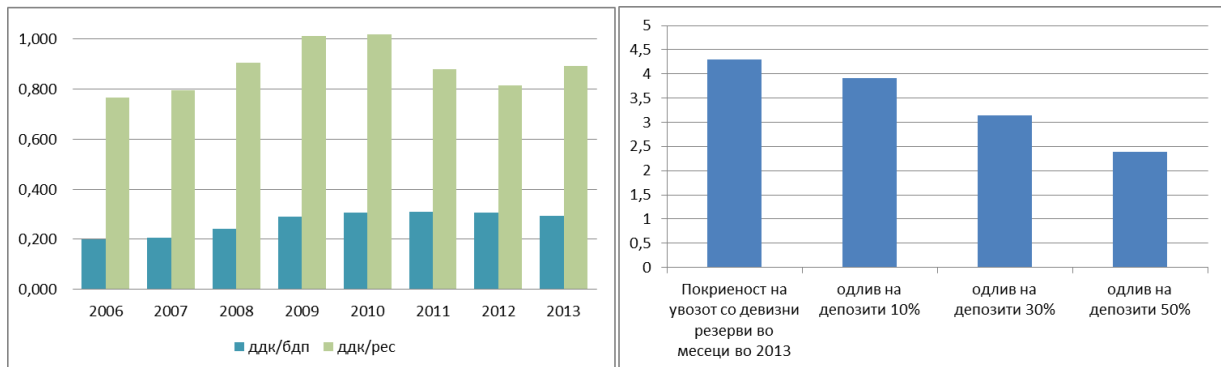
Извор: Светска банка (WDI), пресметки на авторот.

На крајот, ќе се обидеме на направиме една симулација на промената на девизните резерви, а како резултат на одливот на депозитите. Имено, веднаш сакаме да напомниме дека сме свесни дека одливот на депозитите не значи апсолутно исто намалување на девизните резерви. Впрочем, ослободувањето на финансиските текови би можело да значи и нивно зголемување, но и многу поголем пад.

Во сценаријата кои ги претпоставивме, очекуваме одливот на депозити да се движи од 10% до 50% од вкупните депозити со девизна компонента. Резултатите покажуваат дека само при одлив на депозитите од 50%, покриеноста на увозот со девизни резерви би паднал под 3 месеци. Ваквата претпоставка, мораме да признаеме, е нереална. Таа е дотолку неостварлива, ако имаме предвид дека 50% од депозитите со

девизна клаузула, всушност, ги претставуваат 25% од вкупните депозити на населението. Намалување на депозитната база од 25%, за секој банкарски систем, а особено за македонскиот, чии главен извор на средства се токму депозитите, би значел многу големи финансиски и економски турбуленции.

Графикон број 3.10. Однос на депозитите со девизна компонента во БДП и резервите без златото (лево) и промена на коефициентот на покриеност на увозот со трите сценарија



Извор: НБРМ, пресметки на авторот.

Оттука, претпоставката за недоверба кон економските политики, како основа за евентуално одлевање на депозитите надвор од земјата, нè води до заклучокот дека, дури и во услови на затворена финансиска сметка, носителите на економските одлуки мора да се фокусираат на воспоставување на прудентна контрола на банкарскиот систем. На крајот, би можеле да заклучиме дека можноста за инвестирање во инструменти без девизен и кредитен ризик би влијаела врз намалувањето на притисокот за одлевање на депозитите. На другата страна, високиот степен на депозитна евроизација, сепак, упатува на одредени слабости во финансискиот и институционалниот развој на земјата. Токму на овие аспекти ќе се осврнеме во следниот дел.

3.5 Што ни покажува нивото на доларизацијата за степенот на финансискиот и институционалниот развој – либерализацијата на капиталните текови како одговор на...?

Во претходниот дел видовме дека македонските инвеститори - депоненти, бараат начин за заштита од девизниот ризик, кој демне преку недовербата кон носителите на политиките. Во таа насока, а без можности за заштита преку други финансиски инструменти на пазарот на капитал и сигурност во определбите на политиките, депозитната евроизација ќе биде присутна и понатаму.

Ако сакаме да ја лоцираме позицијата на Македонија во „триаголникот на трилемата“, ќе забележиме дека денес таа води режим на фиксен девизен курс и независна монетарна политика. Таквата стратегија во трилемата на меѓународниот монетарен систем значи дека таа мора да има ограничување на капиталните текови. Во спротивно, евентуалното слободно движење на финансиските текови би можело да ја доведе до прашање независната монетарна политика или, пак, фиксниот девизен курс.

Меѓутоа, без да имаме дилема за независноста на монетарната политика во земјата која одбрала фиксен девизен курс, тука сакаме да го поставиме прашањето: Дали, всушност, високиот степен на евроизација во една земја ја нарушува монетарната независност? Всушност, како што можевме да видиме, основната цел на носителите на макроекономските политики беше да постигнат силна доверба кај агентите. Токму таа доверба требаше да дојде преку водењето на една од комбинациите во триаголникот на Mundell (1961).

Во текот на трудот, спомнавме дека високиот степен на депозитна евроизација упатува на нискиот степен на довербата кон економските одлуки. Всушност станува збор за низок степен на институционален развој. Имено, во земјите кои се соочени со мала доверба кон институциите најчесто дискутирани теми се финансиската доларизација и мерките за развој на институциите. Тоа е така заради тоа што секоја мерка на една „независна“ монетарна политика не може да ги има посакуваните ефекти. Со тоа, и очекуваните резултати од мерките нема да се случат. Така, на пример, Македонија многу години има стабилен номинален девизен курс на денарот во однос на еврото, но повторно, сите во неа се најсензитивни на очекувањата за промена на тој паритет. На другата страна, ограничувањето на финансиските текови испраќа сигнал до

домашните и меѓународните економски агенти дека во таа економија постојат одредени карактеристики за кои никој не знае. Притоа, таквиот сигнал повторно ја намалува довербата кон, на пример, режимот на девизен курс. Заради тоа, сакаме да најдеме одговор на прашањето: Дали излезот од тој маѓепсан круг можеме да го најдеме токму во основите на „трилемата“?

Доколку очекувањата за промена на режимот на девизен курс се базираат само на фактот дека тој е предолго актуелен, а не дали е ефикасен, тогаш мораме да знаеме дека секое ослободување на движењето на вредноста на валутата би можело да донесе неколку предизвици за земјата. *Прво*, треба да имаме предвид дека за секоја мала и отворена економија, литературата го идентификувала фиксниот девизен курс како најдобро оружје против инфлацијата. Сепак, во истата литература се истакнува дека тој режим треба да се води додека не се постигне стабилност на цените во економијата. По стабилизацијата, заради барањето за економски раст, препораките го фаворизираат флексибилниот девизен курс. Меѓутоа, во услови на висок степен на финансиска евроизација во економијата, флукутирањето на девизниот курс носи големи ризици.

Второ, кога довербата кон економските политики е мала, земјата нема услови да спроведува монетарна политика која би била насочена кон зголемување на благосостојбата. Притоа, ограничувањето на финансиските текови ја продлабочува недовербата и на меѓународен план. Оттука, доколку не постојат јасни причини за случај на нагло одлевање на домашните депозити, либерализацијата на финансиската сметка би требало да го обезбеди растот за кој монетарната политика не е во можност.

Либерализацијата на капиталната сметка, како што видовме, може да има позитивни ефекти врз растот на земјата, само ако се исполнети одредени услови. Литературата која се занимава со ова прашање истакнува дека ефектите од ослободувањето на финансиските текови зависат од степенот на финансиски и институционален развој. Оттука, отстранувањето на капиталните контроли може да донесе зголемување на благосостојбата единствено во услови на „перфектни“ правни и системи за спроведување на информациите. Во таа насока, аргументите на литературата тврдат дека портфолио капиталните текови придонесуваат за зголемување на растот, само ако агентите кои учествуваат на тие пазари можат ефикасно да ги алоцираат своите финансии. Дополнително, правниот систем треба да обезбедува амбиент во кој сите агенти подеднакво ќе живеат со своите одлуки.

Генерално, пред да се преземаат какви било одлуки во насока на ослободување на капиталните текови, земјата мора да обезбеди силна прудентна контрола на финансискиот систем, ограничување на моралниот ризик кој произлегува од прекумерната и великодушна заштита во системот, транспарентни стандарди за ревизија и сметководство и ефикасни процедури за стечај.¹³⁹ Притоа, земјите треба да знаат дека внимателното спроведување на процесот на либерализација за нив може да донесе поголеми користи. Впрочем, доколку процесот на либерализација е побрз од постигнувањата на неопходните финансиски и институционални реформи, таа ќе влијае врз забавување на нивниот процес (Kose et al., 2006).

На графиконот број 3.11, можеме да забележиме дека отстранувањето на капиталните ограничувања треба да се спроведува постепено и паралелно со исполнување на одредени политики и услови во рамките на целата економија и финансискиот систем. Оттука, прво што таа може да стори е да ги либерализира приливите на странските директни инвестиции, како најстабилни. Потоа, следува либерализацијата на одливите на странските директни инвестиции и долгорочните портфолио-инвестиции, за на крајот на процесот на либерализација да се ослободи движењето на кусорочните портфолио-инвестиции. Фазите на зголемување на либерализацијата бараат да се исполнат низа реформи на правниот, сметководствениот, финансискиот и приватниот корпоративен сектор.

Како што можеме да видиме, централното прашање е: Дали земјите кои одбрале фиксен девизен курс и независна монетарна политика, со високиот степен на финансиска доларизација се заглавени во нискиот раст на економијата? Имено, стопирањето на растот на финансиската доларизација би требало да се бара во зголемувањето на довербата кон политиките. Таа доверба би требало да се однесува на реформи во финансискиот сектор и јакнење на капацитетите на институциите.

Да претпоставиме дека во една земја постојат два јасни сигнала за инхерентните непознати карактеристики на нејзиниот систем (финансиска доларизација и ограничени финансиски текови). За зголемување на довербата, отстранување на сомнежот за инхерентните непознати карактеристики, земјата би требало да воведо политики во кои ќе ја зголеми довербата кон националната валута (де-доларизира) или да ја симне

¹³⁹ Крау (1998), покажува дека постои негативна врска помеѓу квалитетот на институциите и политиките со финансиската отвореност.

блокадата на финансиските текови, со што ќе испрати сигнал за обврзување кон надворешните инвеститори. Притоа, погоре покажавме дека и двете стратегии мора да бидат придружени со широки и сеопфатни реформи на целокупниот финансиски, економски и политички систем во земјата. Во спротивно можноста за реплицирање на однесувањето на странските инвеститори од страна на домашните би донело огромни загуби за економијата.

Графикон број 3.11. Презентација на план за продлабочување на либерализацијата



Извор: IMF (2012).

Во овој дел ги покажавме ефектите и детерминантите на депозитната евроизација. Токму тие, во продолжение на следната глава ќе бидат тестирани преку кредитната евроизација. Имено, идејата зад истражувањето во четвртата глава е да открие дали недовербата кон економските политики и слабиот развој на финансискиот сектор се наоѓа единствено на страната на депозитарите или таа постои и кај банките – кредиторите.

Глава 4. СЛУЧАЈОТ НА МАКЕДОНИЈА И ЗЕМЈИТЕ ОД ЦЕНТРАЛНА И ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА

4.1 Степенот на финансиска доларизација (евроизација) во Македонија и земјите од Централна и Југоисточна Европа.....	176
4.2 Концепциски и емпириски преглед.....	182
4.2.1 Преглед на литературата.....	185
4.3 Економетриски модел и методи на оцена.....	192
4.4 Податоци.....	198
4.4.1 Податоци за финансиската евроизација.....	201
4.4.2 Фактори на побарувачката.....	202
4.4.3 Фактори на понудата.....	204
4.4.4 Финансиска развиеност.....	206
4.4.5 Контролни варијабли.....	207
4.5 Емпириска анализа и интерпретација на резултатите.....	208
4.6 Можности за намалување на доларизација (евроизацијата) – процес на де-евроизација	218

4.1 Степенот на финансиска доларизација (евроизација) во Македонија и земјите од Централна и Југоисточна Европа

Како што можевме да видиме во вториот дел од овој труд, финансиската доларизација најмногу го привлекува вниманието врз себе тогаш кога таа претставува носител на скриен кредитен ризик, како за финансискиот сектор, така и за економијата во целост. Овој ризик потекнува од обврските на економските агенти, а како резултат на намалување на вредноста на домашната валута. Со тоа, без оглед на потеклото на обврската, домашна или надворешна, острата депрецијација на валутите за агентите значи „безусловно“ зголемување на обврските во домашни цени/девизен курс. Токму заради тоа, можеме да заклучиме дека преземањето на девизниот ризик со себе носи бројни дополнителни директни и индиректни ризици за доверителот, должникот и финансиската стабилност на земјата: девизен ризик, каматен ризик, ризик за перформансите во економијата (Bokor и Pellényi, 2005).

Доколку на ова додадеме дека финансиската доларизација е специфична за малите, отворени, земји во развој и подем, тогаш треба да знаеме дека промената на девизниот курс нема да влијае само на зголемувањето на обврските.¹⁴⁰ Таа, истовремено ќе влијае и врз намалувањето на приходите на економските агенти, затоа што реакциите на макроекономските политики ќе влијаат врз зголемувањето на стапката на инфлацијата. Од тие причини, интересот на овој труд, но и на економските анализи во последните години се насочува кон причините за појавата на високиот степен на финансиската доларизација.

Европските земји во подем, како што се поранешните земји во транзиција од планска кон пазарна економија во Централна, Источна и Југоисточна Европа,¹⁴¹ се еден од регионите со најдинамичен раст на економијата во последните неколку години. Континуираниот економски раст и очекувањата за интеграција во ЕУ го забрза финансискиот развој кај овие земји (Brown et al., 2009; Eller et al., 2010; Fink et al., 2009). Растот на доходот, банкарските активности и финансиската интеграција со развиените земји предизвикаа дотогаш незабележан раст на кредитите (Aydin, 2008; EBRD, 2010). Истовремено, доминацијата на растот на уделот на кредитите во странски

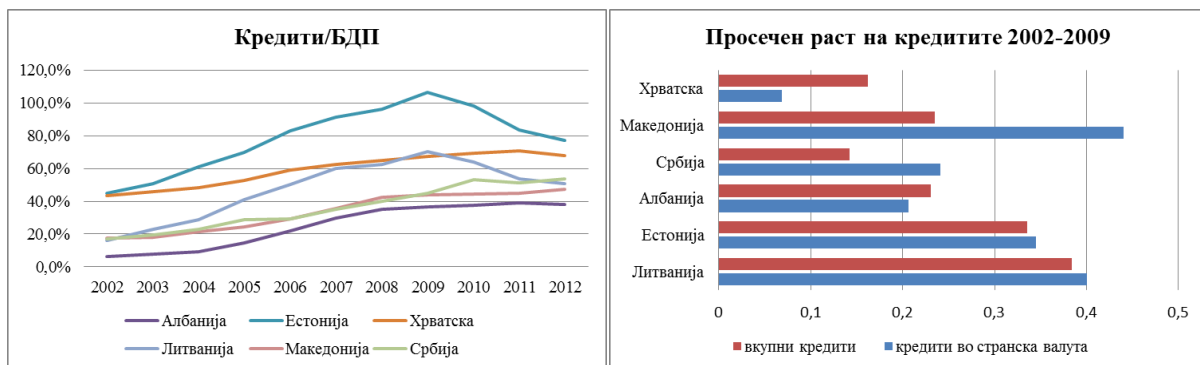
¹⁴⁰ Преку зголемување на деноминираниот странски долг.

¹⁴¹ Во литературата познати под кратенката (CESEE).

валути стана карактеристика на процесот на приближување кон развиените земји од регионот (Rosenberg и Tiriak, 2008).

Ваквиот процес можеме да го забележиме во речиси сите земји од регионот на Централна и Југоисточна Европа. Имено, во 11 земји,¹⁴² на почетокот на 1999 година, просечното учество на кредитите во БДП изнесувало 20,63%, додека на крајот на 2012 година, овој показател изнесувал околу 58%. Ваквиот раст во најголема мера се должи на порастот на кредитите во странски валути. Токму заради тоа,¹⁴³ овие финансиски инструменти како предмет на истражување во бројни анализи, па и на овој труд.

Графикон број 4.1. Раст на кредитите на нефинансиските субјекти во банкарскиот сектор



Извор: Светска банка, *World Development Indicators*, централни банки на земјите, пресметки на авторот.

Оваа ситуација дополнително се усложнува со порастот на учеството на кредитите во странски валути дадени на домаќинствата. Домаќинствата, разбирливо, немаат доход кој е деноминиран во странски валути, па оттука, тие директно се изложени на валутните флукуации. Во секторот на претпријатијата, овие ризици се помалку изразени, особено ако компаниите имаат приходи од извоз на своите производи, кои би служеле како природна заштита од ризиците (ЕЦВ, 2008).

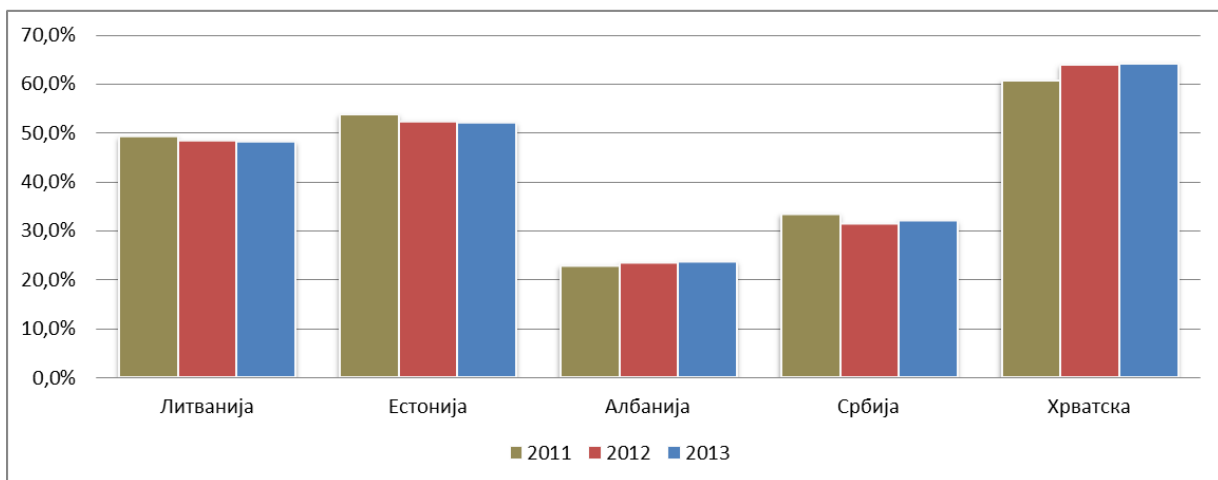
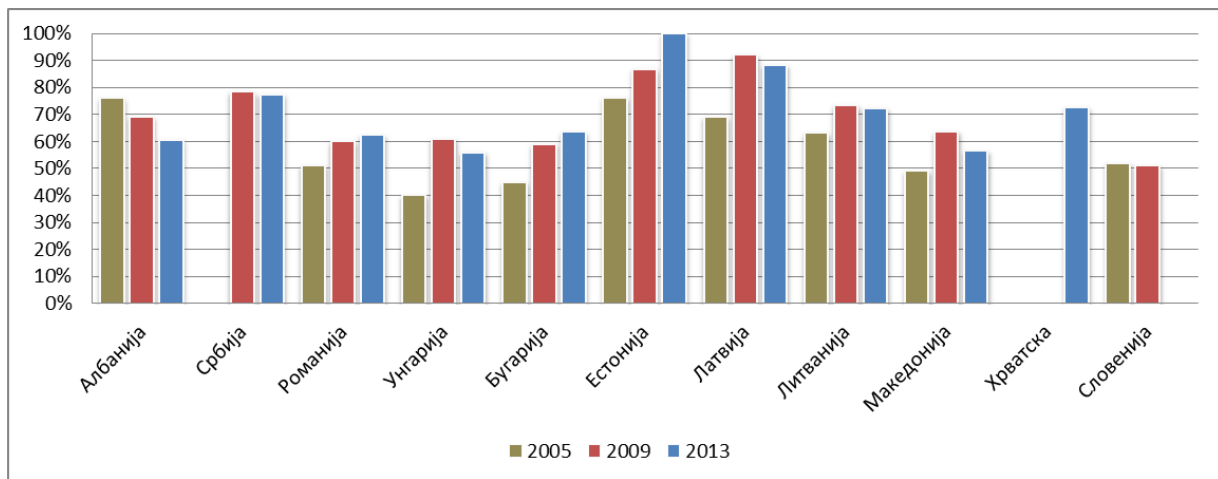
Кредитната евроизација, сепак, не е идентична помеѓу земјите од овој регион (графикон 4.2). Прво, постојат земји во Европа во кои девизните и кредитите со девизна

¹⁴² Албанија, Бугарија, Естонија, Хрватска, Унгарија, Литванија, Латвија, Македонија, Романија, Србија и Словенија.

¹⁴³ Интересот за оваа појава, како што спомнавме неколку наврати досега, дополнително расте ако имаме предвид дека овој феномен, кредитната евроизација, го изложува финансискиот систем на бројни дополнителни ризици (Bordo et al., 2010). Најважно од сè што спомнавме е дека, „нивото на доларизација на кредитите ја одредува изложеноста на финансискиот сектор на системскиот кредитен ризик во случај на големи девалвации“ (Ize и Levy-Yeyati, 2003, стр. 325).

клаузула,¹⁴⁴ учествуваат во повеќе од две третини од вкупното кредитно портфолио на приватниот сектор. Ова особено се однесува на балтичките земји, Србија, Албанија и Хрватска. Второ, постојат голем број земји каде што кредитите во странски валути учествуваат помеѓу една третина и две третини од вкупните кредити одобрени на приватниот сектор. Тука можеме да ги вброиме преостанатите пет земји (Романија, Унгарија, Бугарија, Македонија и Словенија). На крајот ќе споменеме дека, иако тие не се презентирани на графиконот бр. 4.2, постојат три земји¹⁴⁵ каде што кредитите во странски валути имаат релативно мало учество во вкупните банкарски кредити.

Графикон број 4.2. Учество на кредитите во странски валути во вкупните кредити на нефинансискиот сектор (нефинансиски компании и домаќинства) – горе; и учество на кредитите во странски валути на секторот домаќинства во однос на вкупните кредити во странски валути - долу



Извор: Пресметки на авторот, податоци од централните банки на одделните земји.

¹⁴⁴ На пример во Хрватска, што каде кредитите индексирани на швајцарскиот франк имаат особена важност (CNB, 2011).

¹⁴⁵ Станува збор за Русија, Словачка и за Чешка.

Тука ќе споменеме и дека еврото, како валута за деноминирање на средствата, доминира во сите земји. Освен во Унгарија и во Хрватска, каде што швајцарскиот франк има доминантна улога, во сите преостанати земји, над 90% од кредитите во странски валути се деноминирани во евра. Доларот и јапонскиот јен имаат минимална, незначителна улога во некои од земјите. Поради тоа, секогаш кога зборуваме за оваа група на земја ние ќе зборуваме за финансиска евроизација, наместо основниот термин – доларизација.

Од друга страна на анализата, исто така, можеме да заклучиме дека покрај динамиката, помеѓу земјите се разликува и секторската дистрибуција на кредитите во странски валути. Како што можеме да видиме на графиконот 4.2, постојат земји кај кои поголемиот дел од кредитите одобрени во странски валути отпаѓаат на секторот на домаќинствата (Хрватска и Естонија), додека кај другите (Албанија, Србија и Литванија) кредитите во странски валути доминантно се одобрени кај секторот нефинансиски компании.

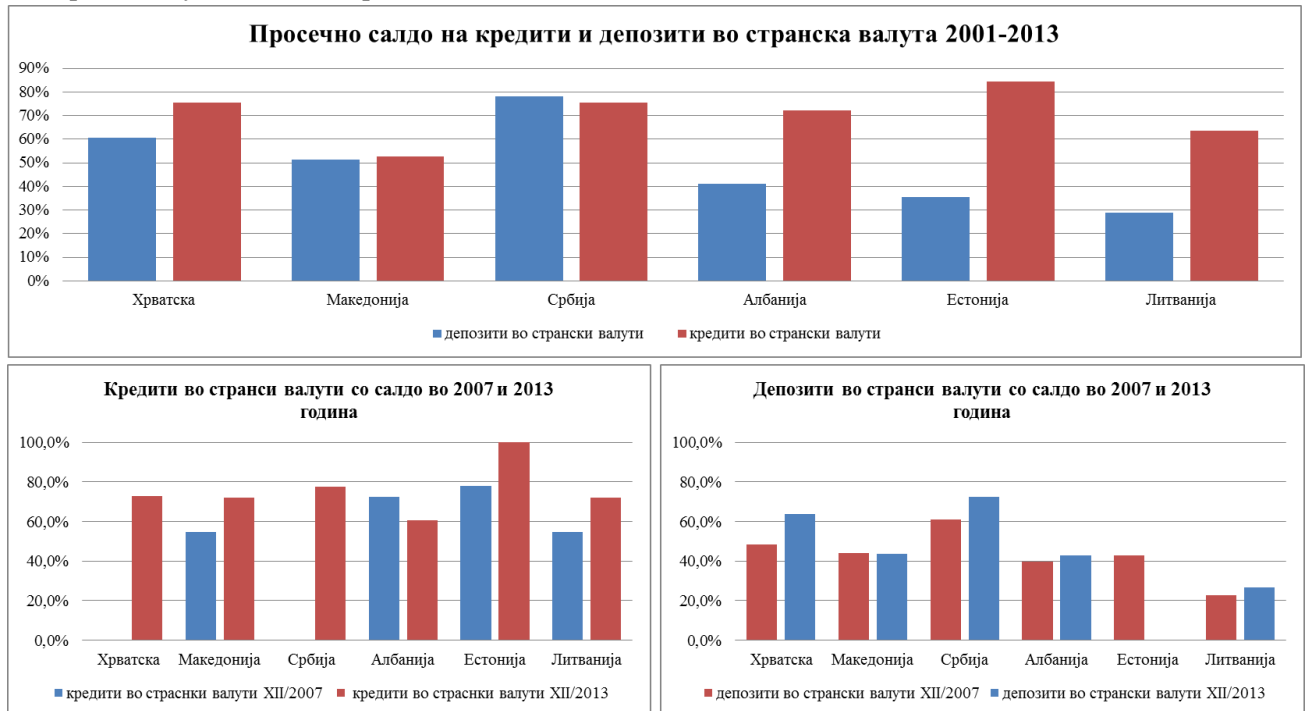
Во почетокот на овој труд спомнавме дека во литературата, покрај учеството на кредитите во странски валути во вкупните кредити, како показател за степенот на финансиската доларизација може да ги користиме и степенот на депозитната доларизација, па дури и сеопфатниот коефициент за мерење на валутната супституција во економијата $M_2 \left(\frac{FCD_{it}}{M_{2it}} \right)$.¹⁴⁶ Како што можеме да забележиме на графиконот 4.3, процесот на финансиска евроизација во земјите од регионот на Централна и Југоисточна Европа (во продолжение на текстот ЦЈЕ), следен преку кредитната и депозитната евроизација, бележи асиметричен развој.

Имено, како што веќе видовме, кредитната евроизација во последната деценија бележи постојан динамичен раст. Од друга страна, растот на депозитите во странски валути е уште подинамичен од растот на кредитната евроизација. Тука ќе споменеме дека за периодот од 2007 до 2010 година, просечниот раст на депозитите во странски валути кај овие шест земји изнесувал близу 25%, додека во истиот период, кредитната евроизација просечно растела за 20%. Во истиот период, најголем раст на депозитите во странски валути бележи банкарскиот сектор во Србија (просечен раст од 45%), додека најнизок раст бележат депозитите во странски валути во банкарскиот сектор во

¹⁴⁶ Ова е показател преку кој најчесто се мери степенот на де факто евроизација во една земја.

Албанија (просечен раст од 9%). Динамиката на растот на кредитите во странски валути е најголема кај Литванија (просечен раст од 30%), додека кредитната евроизација е најниска во Хрватска (просечен раст од 6%).

Графикон број 4.3. Учество на кредитите и депозитите во странски валути во земјите од Централна и Југоисточна Европа



Извор: Пресметки на авторот, податоци од централните банки на одделните земји.

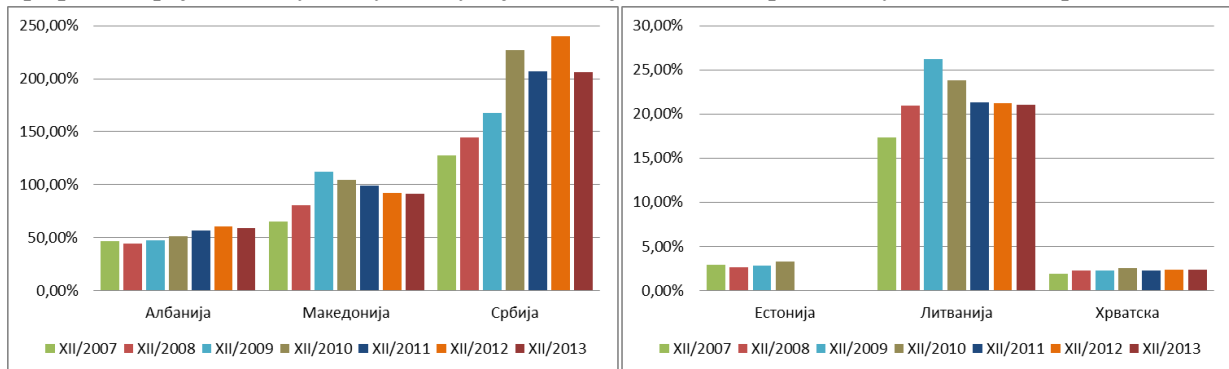
Последниот показател за анализа на степенот на финансиската евроизација во земјите од ЦЈЕ, се однесува на стапката на валутна супституција на средствата. Станува збор за учеството на вкупните депозити во странски валути во паричниот агрегат M_2 .

Со овој показател можеме да издвоиме две групи на земји. Едната група, составена од Албанија, Македонија и Србија, има висок степен на валутна супституција. Во овие земји, просечното годишно учество на вкупните девизни депозити во паричниот агрегат се движи од околу 50% во Албанија, до високи 240% во Србија.

На другата страна (графикон 4.4, десно), се наоѓаат земјите во кои учеството на девизните депозити во паричниот агрегат M_2 во анализираниот период не надминува 27%. Така, во Хрватска, просечното годишно учество на девизните депозити во

паричниот агрегат не надминува 2,3%, додека во Литванија, овие депозити не го надминале учеството во паричниот агрегат од над 26,5%.

Графикон број 4.4. Валутна супституција во земјите од Централна и Југоисточна Европа



Извор: Пресметки на авторот, податоци од централните банки на одделните земји.

**Во периодот од 2011 година, Естонија се приклучува на Европската монетарна унија.*

Ако прифатиме дека еден од поголемите финансиски и економски ризици со кои би можела да се соочи една земја е скриениот кредитен ризик, тогаш сосема оправдано ќе биде во продолжение на оваа глава да се обидеме да дадеме осврт на теориската и емпириската литература која се занимава со доларизацијата на обврските на домаќинствата и корпоративниот сектор. Со тоа, овој труд ќе се обиде да презентира докази за причините за позајмувањето во странски валути во земјите од ЦЈЕ, врз основа на кои ќе даде препораки за можен одговор на макроекономските политики на овој феномен.

Кризата во периодот од 2008-2009 година, покрај преостанатите проблеми, го истакна и оној што е поврзан со валутната неусогласеност на билансите на должниците од овие земји. Валутните нерамнотежи предизвикаа зголемување на ефектите од финансиската криза кај земјите чии валути остро депрецираа, како на пример во Украина, а кај оние кои се обидуваа да го одбранат фиксниот девизен курс, како Латвија, донесоа многу проблеми за носителите на макроекономските политики. Заради тоа, како и досега, уште еднаш се зголеми интересот за одговорот на прашањето, дали да се донесат мерки за подобро управување на девизниот ризик или, пак, да се преземаат мерки за „справување“ со носителите на овој ризик.

Барањата за „справување“ со кредитирањето во странски валути, во најголем дел, се основаат на имплицитни претпоставки за тоа дека овој процес во земјите од

регионот е предизвикан од сили слични на оние што се поврзуваат со причините за порастот на капиталните приливи и кредитните експанзии. Имено, во литературата, практиката за позајмување во една земја во која каматите се ниски, за да се вложи во друга каде што приносите се високи, е позната како финансиски трансакции од страна на повеќе финансиски институции (анг. „carry trade“) (Karmin и Perry, 2007). Ваквите претпоставки се надополнуваат со стравот од девалвација на валутите и алчноста на позајмувачите за пристап до поевтини извори за финансирање на своите проекти. Оттаму, големината на ризиците кои се поврзуваат со задолжувањето во странски валути ќе зависат од должникот,¹⁴⁷ типот на валутата¹⁴⁸ и режимот на девизен курс (Got и Ross, 2006).

Меѓутоа, тоа генерализирање ретко целосно задоволува еден економист кој се занимава со овој феномен. Имено, токму заради сериозноста на ова прашање, но и долгогодишното егзистирање на финансиската евроизација во рамките на ЦЈЕ, како и неможноста за дефинирање на соодветен модел кој би ја дефинирал оваа појава во сите земји,¹⁴⁹ овој труд ќе направи обид да даде некои одговори. Во него, ќе се бараат одговори за факторите кои го предизвикуваат зголемувањето или намалувањето на степенот на евроизација во земјите од ЦЈЕ.

4.2 Концепциски и емпириски преглед

Интуитивен одговор на прашањето: „Зошто во земјите во развој и подем учеството на кредитите во странски валути е на високо ниво?“, тврди дека овој феномен е предизвикан од непостоењето на „целосни“ пазари, а доаѓа од аналитичарите кои се осврнуваат на развиеноста на пазарите. Тоа, во суштина, значи дека во овие земји нема развиен пазар за задолжување во домашната валута и на долг рок.¹⁵⁰ Ваквото тврдење отвора најмалку две нови прашања: (1) Зошто овие пазари не се развиени (или зошто во некои земји кои имаат сличен обем или доход по глава на жител, пазарите успеале да се развијат, а во другите не)?; и (2) Доколку недостатокот на

¹⁴⁷ Со или без „природна“ заштита од ризикот.

¹⁴⁸ При позната релативна стабилност на девизиот курс на домашна валута/странска валута.

¹⁴⁹ На пример, во ист период, финансиската доларизација доживува остар пораст во Унгарија, а во Русија и во Казахстан се намалува.

¹⁵⁰ Eichengreen и Hausmann (1999); Eichengreen et al. (2003).

кредити во домашна валута може да објасни зошто компаниите се принудени да се задолжуваат во странски валути, тогаш зошто и во земјите во кои компаниите имаат таква можност, тие не сакаат да се задолжат во домашна валута и на долг рок?¹⁵¹ Едно објаснување за ваквото однесување може да се поврзе со пониската каматна стапка на кредитите во странски валути отколку оние во домашни валути.

Меѓутоа, доколку се знае дека повисоката каматна стапка на кредитите во домашните валути упатува на постоење ризик од депрецијација на домашната валута, се поставува ново прашање: Зошто некој би се задолжил во странска валута, кога знае дека постои ризик од намалување на валутата во која заработува? Доколку ризикот од депрецијација на валутата е преценет, тогаш постои оправдување за однесувањето на должниците. Меѓутоа, ако овој ризик е правилно оценет, тогаш навистина има основа за посветување време за објаснување на логиката зад нивното однесување.

Имајќи го тоа предвид, но и фактот дека доколку каматните стапки на кредитите во странски валути се релативно пониски од девизниот ризик во земјата, тогаш во економијата би требало да има толку многу голема побарувачка за кредити во странски валути, со што разликата помеѓу каматните стапки и девизниот ризик би исчезнала. Токму тоа прашање најмногу се анализира во истражувањата. Во нив, постојат три групи на објаснувања за него: (1) објаснувања кои тврдат дека незаштитеното позајмување во странска валута е и индивидуално и социјално неоптимално;¹⁵² (2) индивидуално е оптимално, но социјално не е¹⁵³ и; (3) и во двата случаја е оптимално.¹⁵⁴ Во последниот случај, сите загуби кои инвеститорите би ги имале од промената на девизниот курс ќе ги надоместат со промената на цените или на платите, како резултат на предизвиканата инфлација. Тоа би значело дека најдобро решение во економијата е да се позајмуваат кредити индексирани на инфлацијата. Меѓутоа, тоа

¹⁵¹ Ситуација во која ЕБРД често се наоѓа, кога сака да позајми во локалната валута (Zettelmeyer et al., 2010).

¹⁵² Индивидуалното однесување во економијата се стреми единствено кон пониски трошоци за финансирање, не посветувајќи внимание на девизниот ризик. Таквото однесување за економистите е целосно нерационално, а агентите се сметаат за нерационални. Се разбира дека во литературата оваа теза е малку прифатена.

¹⁵³ Морален ризик на индивидуалните инвеститори кои очекуваат во иднина од нив да не бара исплата на целиот долг кој го имаат во странските валути.

¹⁵⁴ Во услови на висока и променлива стапка на инфлација, види кај Pagado и Ize (2002) и Jeanne (2003). Ова објаснување се базира на сознанијата на теоријата за минимум варијанса на портфолиото, каде инвеститорите се базираа на „trade off“ помеѓу инфлацијата и промената на девизниот курс (Ize et al., 2003).

решение го отвора прашањето за довербата кон макроекономските политики (Rajan и Tokatlidis, 2005).

Имајќи предвид дека економската литература најмногу упатува на тоа дека најголемиот ризик со кој се соочуваат двете страни на договорот е инфлацијата, во реалноста зад тоа стои многу поширока димензија. Имено, од перспектива на должниците, изборот помеѓу кредит во домашна или странска валута многу повеќе се базира на ризикот од промената на вредноста на валутата и реалната каматна стапка,¹⁵⁵ отколку само на стапката на инфлација. Се разбира, една од причините за промената на реалните каматни стапки е и промената на инфлацијата. Меѓутоа, тука постојат и други причини,¹⁵⁶ како што се: промената на каматната стапка како одговор на намалувањето на ликвидноста во економијата, промените во макроекономските политики или политичката нестабилност, и слично.

Сите претходно објаснети врски се однесуваат на факторите кои го зголемуваат учеството на кредити во странски валути на страната на побарувачката. Меѓутоа, покрај нив, како што спомнавме во втората глава од овој труд, постојат и мотиви на страната на понудата на овие кредити. Имено, заради усогласувањето на валутната структура на пасивата и активата во банкарскиот сектор, баките кои имаат високи износи на депозити во странски валути или меѓународни извори на средства, ќе инсистираат и нивните средства да бидат деноминирани во странската валута. Така, доколку сакаме да ги сублимираме сите фактори кои влијаат врз кредитната доларизација ќе го добиеме прегледот како во табела број 4.1.

Како потврда за тоа следат истражувањата по Zettelmeyer et al. (2010), во кои како главни фактори за појавата на финансиската евроизација кај земјите во подем во Европа се идентификувани: слабите институции во земјата, нестабилните стапки на инфлација, каматниот диференцијал на средствата во различни валути, де факто фиксниот девизен курс, нискиот степен на развиеност на финансискиот сектор, пристапот до надворешни извори за финансирање, и непостоењето на развиен пазар на инструменти за заштита од девизниот ризик.

¹⁵⁵ Која во себе ја содржи и инфлацијата.

¹⁵⁶ Во случајот кога каматната стапка (променлива) кај кредитите во домашна валута се менува во зависност од промената на инфлацијата.

Табела 4.1. Мотиви за зголемување на финансиската доларизација:

Фактори коишто влијаат за зголемување на финансиската доларизација	
депозитната доларизација	кредитната доларизација
<ul style="list-style-type: none"> • Промените кај инфлацијата и реалниот девизен курс, • Каматните распони, • Портфолио-изборот, • Каналот на пренесување на ефектите во економијата, • Временската неконзистентност и недовербата кон макроекономските политики • Неперфектни пазари • Ефектот на хистереза 	<ul style="list-style-type: none"> • Фактори специфични за банките - управување на средствата и обврските • Фактори специфични за компаниите - можности за заштита од ризиците • Макроекономски фактори <ul style="list-style-type: none"> • Улогата на централната банка • Неизвесност и недостаток на доверба кон домашните политики • Ниво на финансиски развој • Неразвиени пазари, варанти и погрешна процена на ризикот

Извор: *Анализа на истражувања.*

Притоа, факторите се делат на оние што влијаат врз понудата и оние што влијаат врз побарувачката за средства деноминирани во странски валути. Помеѓу нив се анализираат бројни макроекономски варијабли, прилог број1, преку кои, економските истражувања сакаат да откријат кои се специфичните карактеристики на поединечните земји кои влијаат врз настанувањето и одржувањето на трендот на финансиската евроизација. Дел од варијаблите со кои овие истражувања се користат ќе ги прикажеме во продолжение на овој дел од главата.

4.2.1 Преглед на литературата

Преку анализа на бројни истражувања поврзани со нашата проблематика варијаблите кои влијаат врз финансиската доларизација можеме да ги сублимираме во седум групи. **Првата група** ги опфаќа економистите кои упатуваат на важноста на довербата кон макроекономските политики во процесот на формирање на финансиската доларизација во една земја. Оттука, како што веќе спомнавме во неколку наврати, економистите во своите модели бараат мерка која најмногу би ја опишала промената на довербата на економските агенти кон институциите во државата. *Инфлацијата*, како генерален показател за тоа ја губи својата доминација секогаш кога во моделите ќе се вклучи некоја варијабла за одредување на квалитетот на политичките институции и управувањето во земјата (De Nicolo et al., 2003). Доларизацијата е позитивно поврзана и

со реакциите на инфлацискиот данок на шоките на растот¹⁵⁷ (Rajan и Tokatlidis, 2005; Guscini, 2008; Brown et al., 2009).

Во втората група, каматниот диференцијал е најзначајната варијабла за објаснување на кредитната доларизација. Кога зборуваме за диференцијалот на каматните стапки, истражувањата најмногу внимание посветуваат на разликата помеѓу каматните стапки во домашната и оние во странската валута (Rosenberg и Tripák, 2008; Zettelmeyer et al., 2010). Разбирливо, позитивен каматен диференцијал (кога каматната стапка на кредитите деноминирани во странски валути е пониска) би требало да влијае врз зголемување на побарувачката за овие кредити. Меѓутоа, емпириските резултати кај истражувањата кои се занимаваат со оваа варијабла покажуваат различни резултати.¹⁵⁸ Покрај разликата на домашните каматни стапки на кредитите во различни валути, истражувањата се занимаваат и со разликата помеѓу каматните стапки на домашните пазари на капитал и оние во странство, (Bednarik, 2007).

Од една страна, Rosenberg и Tripák (2008) покажуваат дека разликата во висината на каматните стапки е многу значајна. Слично на нив, Basso et al. (2011), покажуваат дека каматниот диференцијал има позитивно влијание врз кредитната евроизација и може да ги објасни промените во нивото на евроизацијата. Но, од друга страна пак, Brown et al. (2011) на примерок на 9.655 мали и средни компании, покажуваат нешто сосема спротивно на заклучоците на претходните истражувања. Имено, тие утврдуваат дека каматните диференцијали имаат маргинално позитивно влијание и ги објаснуваат разликите во евроизацијата помеѓу земјите, но не и нејзината динамика. Слично на тие автори, Epstein и Tzanninis (2005), на примерот на Австрија, покажуваат дека каматниот диференцијал може да ги објасни кусорочните промени на нивото на евроизацијата, но не и оние на долг рок. На крајот, Arteta (2005) формирајќи повеќе специфични модели, не наоѓа значајна врска помеѓу каматниот диференцијал и финансиската доларизација.

Во оваа група на истражувања можеме да најдеме и такви кои силното влијание на диференцијалот на каматните стапки, наместо врз обемот на кредитите во странски

¹⁵⁷ Доларизацијата расте во услови во кои економските флукуации водат до економска нестабилност во земјата.

¹⁵⁸ Barajas и Morales (2003), Basso et al. (2007), Rosenberg и Tripák (2008), Brown et al. (2009).

валути, го докажуваат на промената на кредитите во странски валути, во смисла на тек на новоодобрени кредити (Csajbók et al., 2010).

Третата група на варијабли го анализираат влијанието на *режимот на девизниот курс* врз висината на финансиската доларизација. Arteta (2005), потврдува дека фиксниот режим на девизен курс влијае врз зголемувањето на евроизацијата заради тоа што агентите во неа се чувствуваат заштитни од девизниот ризик. Токму поради тоа, ризикот со кој се соочува еден агент и носителите на економските политики е оној од неможноста за исполнување на определбата за одржување на фиксниот девизен курс. Оттука, очекувано би било доколку во услови на флексибилен девизен курс доларизацијата се намали.

Резултатите од истражувањата за влијанието на девизниот курс врз нивото на евроизацијата се различни. Покрај претходното, Arteta (2005), заклучува и дека земјите коишто имаат режим на флексибилен девизен курс имаат повисоко ниво на кредитна од депозитна евроизација. Brown et al. (2009), на примерот на земјите од Латинска Америка, исто така, ја потврдуваат оваа врска. Во иста насока, Hoing (2009), го тестира влијанието на флексибилниот девизен курс, кој не покажува статистичка значајност.

Четвртата група е поврзана со *финансиската развиеност на земјите*. Во неа, како варијабли за испитување на влијанието врз доларизацијата, најчесто се земаат вкупните кредити во однос на БДП или M_2 во однос на БДП. Овие варијабли, вообичаено, покажуваат позитивна врска со нивото на доларизацијата, што е спротивно на тврдењата на институционалниот поглед.

Rosenberg и Tripák (2008), ја вклучуваат и варијаблата на **односот помеѓу кредитите и депозитите** како мерка со која сакаат да ја поврзат финансиската доларизација со нивото на развиеност на финансискиот сектор и природата на изворите на средства во земјата кои доаѓаат од странство. Оваа варијабла покажува силна и позитивна корелација со кредитирањето во странска валута.

Петтата група на варијабли го опфаќа влијанието на *странските извори на средства на банките*. Овие варијабли се значајни во сите истражувања коишто работат со податоци од земјите во транзиција. Во нив, нивото на странски обврски во банкарскиот сектор е многу значајна варијабла за објаснување на финансиската

доларизација. Меѓутоа, варијаблите за одредување на нивото на овие обврски низ истражувањата не покажуваат константни резултати.

Во литературата, постоењето на странски банки во еден национален финансиски сектор има големо влијание врз процесот на создавање на финансиската доларизација. Причината за таквото значење се огледа во тоа што овие банки добиваат извори на средства од нивните матични банки (ЕЦБ, 2006; Calvo, 2002). Оттука, вообичаено е банките, кои имаат големи износи на обврски (депозити и кредити) во странски валути, да инсистираат и нивните средства (одобрени кредити) да бидат во истата валута, заради избегнување на валутните нерамнотежи во нивните биланси (Calvo, 2001, 2002). Всушност, факт е дека странските банки играат голема улога во финансиските сектори во земјите од ЦЈЕ (Eller et al., 2006). Имено, од тие причини Rosenberg и Tripák (2008), први ја воведуваат варијаблата за учество на странските банки во домашниот банкарски сектор, како контролна во нивниот модел. Сепак, и покрај очекувањата за постоење на позитивна врска, овие автори не нашле значајна врска помеѓу учеството на странските банки и финансиската евроизација во земјите.

Слично на нив, Haiss et al. (2009), користат модел на линеарна регресија за примерок од 16 земји во транзиција за периодот од 1999-2006 година, кога банките во тие земји добија доминантни странски акционери и лесен пристап до нови странски извори на средства. Во анализата на улогата на овие банки во генерирањето на кредитите во странски валути, тие не наоѓаат голема корелација, наспроти депозитите во странски валути, промените во реалниот девизен курс и концентрацијата на банките во банкарскиот систем.

Меѓутоа, бидејќи оваа врска теориски е поддржана, истражувањата не застанале тука, па Brown et al. (2008), на примерок на 26 земји, покажуваат дека таа постои. Интуитивното очекување за постоење на позитивна врска помеѓу учеството на странските банки и евроизацијата го потврдуваат и истражувањата по нив. Cahilloux et al. (2010), покажуваат дека лесниот пристап до странски капитални приливи помогнал за зголемувањето на кредитите во странски валути во Србија.

Rainer и Haiss (2010), ја анализираат побарувачката на средствата деноминирани во странски валути, преку економетриски модел, на примерок од 13 земји во Југоисточна Европа. Во нивните резултати се потврдени сите претходни фактори

коишто влијаат врз процесот на генерирање на финансиската евроизација. Тука, тие потенцираат дека токму пристапот до надворешни/меѓународни извори на финансирање игра главна улога во тој процес. Притоа, при одобрувањето на кредити во странска валута, растот на меѓународните извори на средства на банките влијае многу посилено од растот на депозитите во странска валута.

Како што можеме да видиме, постојат автори кои покажуваат дека бројот на странски банки во една национална банкарска индустрија е многу значајна варијабла. Сепак, треба да имаме предвид дека штом односот на кредитите и депозитите се „стави под контрола“, ¹⁵⁹ учеството на странските банки ја губи значајноста (Rosenberg и Trpák, 2008). Оттука, можеме да заклучиме дека она што е важно се изворите на средства, а не самите странски банки.

Во овие истражувањата, за да се објасни финансиската евроизација, се користи и *учеството на депозитите во странски валути во вкупните депозити*. Како што веќе ни е познато, заради барањата на супервизијата, банките избегнуваат поголеми валутни неусогласувања во нивните биланси (Calvo, 2002). Оттука, банките инсистираат изворите на средствата кои се во странски валути да ги пласираат во средства кои ќе бидат деноминирани во истите валути (Ozsoz et al., 2010). Neandis и Savva (2009), покажуваат дека евроизацијата на кусорочните кредити во земјите во подем во најголем дел се должи на усогласувањата со валутата на примените депозити на банките.

Varjajas (2003), исто така, ја потврдува позитивната врска помеѓу депозитите и кредитите во странски валути. Тој покажува дека доколку не постојат ограничувањата за нивото на отворена позиција и задолжителна резерва за депозити во странски валути, сите депозити во странски валути, банките би ги пласирале во кредити во тие валути. EBRD (2010), исто така, ја потврдува оваа позитивна врска. Luca и Petrova (2008), докажуваат дека депозитната евроизација за земјите од Централна и Источна Европа е главна детерминанта на кредитната евроизација, заедно со учеството на странските банки во земјата. Дополнително на тоа, Erste Group (2009), покажува дека депозитите во странски валути се главен извор за финансирање на кредитите во странски валути.

¹⁵⁹ Се потврди егзогеноста.

Со тоа, сакаат да дадат значење на факторот за пораст на овие кредити на страната на побарувачката на истите.

Токму побарувачката на овие кредити е опфатена во **шестата група** на варијабли. Тоа се податоци на ниво на приватниот сектор во земјите кои опфаќаат карактеристики за работењето на компаниите. Тука, *отвореноста и економската интеграција* на економијата се регресори на финансиската доларизација. Компаниите кои учествуваат на меѓународните пазари имаат големи приливи и одливи на странски валути. Како резултат на тоа, а сè со цел да го намалат девизниот ризик од нивните отворени девизни позиции, во реалноста тие често носат одлуки да се задолжат во странска валута (Basso et al., 2011). Martinez и Werner (2002), Gelos (2003), и Galindo et al. (2003), покажуваат дека компаниите кои се извозно ориентирани, а со тоа поседуваат и одреден степен на природна заштита од девизниот ризик, имаат тенденција да се задолжуваат со кредити во странски валути. Отвореноста на економијата, вообичаено, се изразува преку: *односот на извозот и БДП*, (Hoing, 2009 Luca и Petrova, 2008; Rosenberg и Tripák, 2008), и *односот на вкупната трговија и БДП* (Arteta, 2005; Basso et al., 2011; Hoing, 2009; Rosenberg и Tripák, 2008). Се разбира дека доколку имаме пристап до податоците кои се однесуваат на самите компании, односот на износот на стоки кои се извезуваат и нето-продажбите, би имал посилна објаснувачка моќ.

Во оваа група варијабли, најексплоатирани се заклучоците од портфолио-пристапот на компаниите, објаснет преку т.н. минимум варијанса на портфолиото; (minimum variance portfolio-MVP).¹⁶⁰ Оваа варијабла покажува дека нивото на доларизација во една земја во голем дел зависи од нивото на инфлација и очекуваната депрецијација на девизниот курс во една земја (Ize и Levy-Yeyati, 2003). Со тоа, секој агент во процесот на формирање на своето портфолио најмногу внимание посветува на приносите на средствата во кои има можност да инвестира.¹⁶¹

Овој пристап го користат многу автори. Разликите коишто би можеле да ги најдеме помеѓу нив се токму во употребата на податоците за докажување на оваа врска.

¹⁶⁰ Во своите истражувања, заклучуваат дека токму во високодоларизираните земји во Јужна Америка, имаат страв од флукутирање, англ. „fear of floating”.

¹⁶¹ $\gamma^* = \frac{(S_{\pi\pi} + S_{\pi s})}{S_{\pi\pi} + S_{\pi s} + S_{ss}}$, каде $S_{\pi\pi}$ ја изразува варијансата на инфлацијата, S_{ss} е варијансата на реалната депрецијација и $S_{\pi s}$ е стапката на корелација помеѓу овие две варијабли.

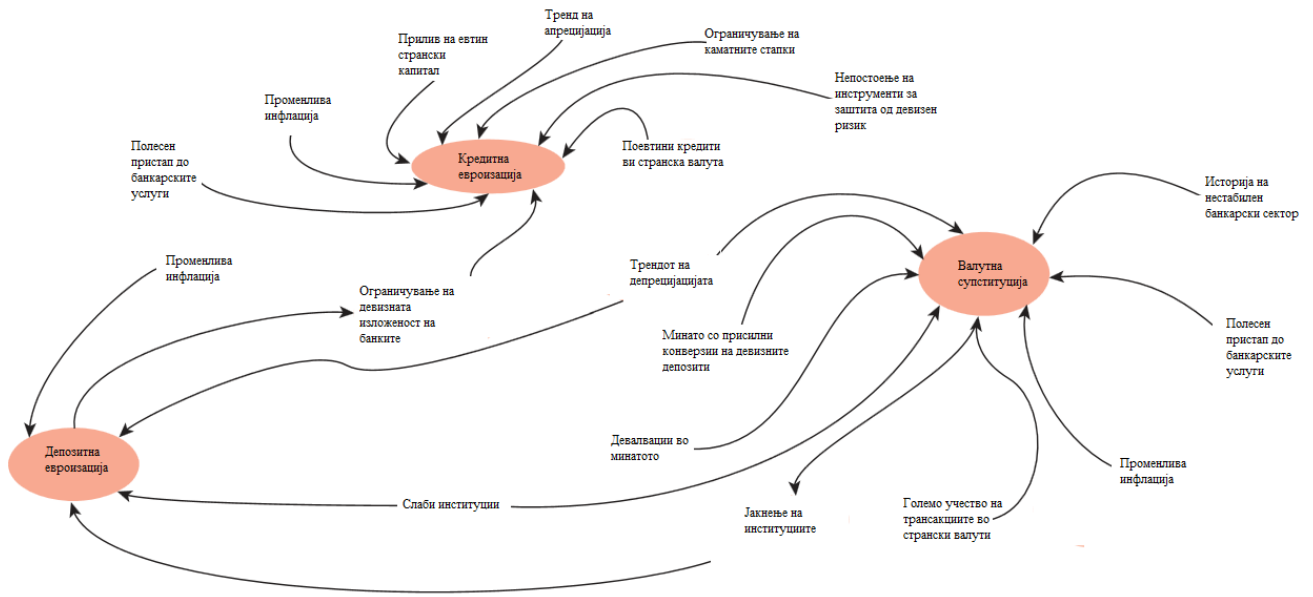
Така, можеме да сретнеме автори кои користат податоци на корелацијата на инфлацијата и девизниот ризик, т.е. променливоста на девизниот курс (Luca и Petrova, 2008); или, пак, онакви кои ја анализираат врската на евроизацијата и коваријансата на девизниот курс и БДП (De Nicolo et al., 2003).

Последната, **седма група** на варијабли се однесуваат на влијанието на регулацијата врз нивото на доларизацијата. Она што во оваа група варијабли е нејасно се податоците со кои би можело да се опфати регулацијата. Едни автори, тоа влијание го анализираат преку либерализацијата на кредитирањето во странски валути и постоењето на деривативните пазари (Luca и Petrova, 2008). Овие автори утврдуваат силна врска на непостоењето на деривативен пазар и нивото на евроизацијата во една земја. Други, дефинираат „индекс на рестрикции на девизниот пазар“, кој се базира на можностите на регулаторот да ги ограничи девизните обврски на агентите во економијата (Rosenberg и Tripák, 2008), кој е статистички значаен во објаснувањето на финансиската евроизација.

Дополнително, некои истражувања ги вклучуваат варијабли како: каматните распони, со кои се мери разликата помеѓу каматните стапки на кредитите во домашни и странски валути, нивото на инфлацијата, девизниот курс, промените на девизниот курс во минатото, коваријансата помеѓу девизниот курс и домашните цени, нивото на довербата кон монетарната политика, очекувањата за прифаќање на еврото, индексот на интервенциите на централните банки, индексот на ЕБРД за банкарски реформи, економската развиеност, индекс за квалитет на владата, конкуренцијата во банкарскиот сектор, расположливоста на фиксни камати во економијата, приватните трансфери, приватната потрошувачка, цените на недвижнините, девизните приходи на компаниите. На крајот, ќе споменеме и дека можноста за развој на националниот пазар на капитал (како зависна варијабла на големината на земјата, нивото на развој) игра голема улога (Zettelmeyer et al., 2010).

Следната шема би можела да се искористи за опфаќање на сите претходни споменати групи на фактори коишто влијаат врз финансиската евроизација во една земја. Притоа, преку неа би можеле да ја видиме врската на валутната супституција, депозитната евроизација и кредитната евроизација. Веројатно, најголемата вредност на оваа шема се состои во идентификувањето на специфичните фактори на секоја од трите појави, особено на оние поврзани со кредитната евроизација.

Скица број 4.1. Фактори коишто влијаат врз валутната супституција, депозитната и кредитната евроизација



4.3 Економетриски модел и методи на оцена

Како што можеме да видиме, во економската литература постојат бројни истражувања кои се обидуваат да го откријат „вистинскиот“ економетриски модел поврзан со финансиската доларизација. Едни, бараат модел кој ќе биде способен да ја објасни динамиката на финансиската евроизација, други ги бараат причините за нејзината појава, додека трети, пак, се обидуваат да ги идентификуваат можните промени во регулативата кои би предизвикале промена во нејзината големина во една економија. На сличен начин како во повеќето економски анализи, емпириската анализа во овој труд и ние ќе ја започнеме со специфицирање на општ економетриски модел. Овој модел започнува со дефинирање на сите показатели со кои би можело да бидат опфатени сите погоре споменати групи на фактори коишто влијаат врз финансиската доларизација. Во продолжение со поединечни проценки, целта на трудот е да идентификува модел преку кој би можело да дадат одредени цврсти заклучоци. Со тоа, во процесот на откривање на значајноста на поединечните фактори за објаснување на финансиската евроизација, анализата би требало да ги идентификува оние што се статистички најзначајни и во согласност со економската литература.

Тука, сосема накусо, ќе споменеме дека, многу често, во процесот на моделирање на економетриското истражување, добиваме резултати кои можеби не се

во согласност со теоријата. Тоа може да се објасни на повеќе начини. Сублимирајќи ги нив, можеме да кажеме дека, многу често, несогласувањето на резултатите од анализата и теориските поставки се препишуваат на недостатоците во податоците кои се земени како мерка за одредениот фактор, погрешно избраниот метод за оценка, или, пак, во несоодветното специфицирање на методот на анализа.

Моделот што го користиме за анализа на факторите на финансиската евроизација во овој труд започнува со претпоставките кои ги даваат Luca и Petrova (2008). Имено, тие развиваат модел кој ги следи заклучоците на портфолио-пристапот за анализа на кредитната доларизација.¹⁶² Во него, во една земја постојат два субјекта кои влијаат врз степенот на доларизацијата. Од едната страна се претставени компаниите кои ја одредуваат висината на побарувачката за кредити деноминирани во странски валути, а од другата се наоѓаат банките кои влијаат врз понудата на овие средства.¹⁶³ Од тие причини, моделот кој тие го анализираат во себе вклучува фактори коишто влијаат врз кредитната доларизација на страната на компаниите, на страната на банките, како и одреден сет на контролни варијабли.¹⁶⁴

Како што спомнавме погоре, во овој труд ќе се обидеме да ги опфатиме бројните фактори коишто влијаат врз финансиската евроизација. Имено, низ литературата можеме да најдеме повеќе истражувања во кои на некој начин се прави обид за наоѓање на поширок опсег на варијабли кои би можеле да служат за определување на факторите на кредитната евроизација, депозитната евроизација или валутната супституција, воопшто, прилог број 1. Нашиот модел, иако ги прифаќа претпоставките на портфолио-пристапот, во себе вклучува елементи кои не се стандардни во тој пристап, а тоа го чиниме заради ограничената достапност на податоците и заради процена на различни тези.

Моделот со кој ние започнуваме, како што спомнавме, во себе ги вклучува овие претпоставки, но и сите преостанати анализирани во концепцискиот преглед. Оттаму, основниот модел е земен во следната форма:

¹⁶² Ize и Levy-Yeyati (2003).

¹⁶³ Во овој модел, големината на побарувачката за кредити деноминирани во долари на компаниите е детерминирана од висината на нивните доларски приходи, висината на коваријансата помеѓу девизниот курс и домашните цени, каматните стапки на доларските кредити, несигурноста во отплатата на обврските по доларските кредити и нивото на аврзијата на ризикот од страна на компаниите.

¹⁶⁴ Променливоста на девизниот курс, странската каматна стапка (тримесечна каматна стапка на депозитите деноминирани во американски долари) и стапката на депрецијација на девизниот курс.

$$\begin{aligned}
 \text{финансиска_евроизација}_{it} &= \alpha \\
 &+ \beta' \text{ фактори_на_побарувачката}_{it} \\
 &+ \gamma' \text{ фактори_на_понудата}_{it} \\
 &+ \delta' \text{ финансиска_развиеност}_{it} \\
 &+ \theta' \text{ контролни_варијабли}_{it} + u_{it}
 \end{aligned}$$

каде: индексите i и t ги означуваат различните земји и временски периоди за дадената серија на податоци, така што $i = 1, 2, \dots (N = 10)$, а $t = 1999, 1995, \dots 2013 (T = 15)$. Во моделот, α претставува композитен член кој може да ги опфати сите ненабљудувани индивидуални ефекти - специфични за земјата и ненабљудуваните фиксни временски ефекти – специфични за земјата; β' , γ' , δ' , θ' , се парцијалните коефициенти на корелација; додека u_{it} ги претставува неопфатните причини за појавата на финансиската евроизација за кои се претпоставува дека се независно и идентично распоредени помеѓу земјите и периодот на анализа.¹⁶⁵ Тука ќе споменеме дека доколку анализата ја спроведуваме со компонента на грешката за отстапувањата која е еднонасочна, u_{it} би требало да се состои од индивидуално-сепцифичен ефект (μ_i) и остаток од отстапувањата ($v_{i,t}$), што е различно од двонасочната компонента на грешката за отстапувањата, со која би се опфатиле и временските ефекти (w_t). Во анализата на овој труд ќе спроведеме тестови за поврзаноста на променливите со претпоставката за фиксни ефекти на поединечните единици (анг. „cross-sections“), а во нашиот пример, тоа се различните земји.

Со моделот имаме за цел да откриеме, дали во земјите од ЦЈЕ постојат агенти (нефинансиски компании или домаќинства) кои се аверзични на ризикот од промена на девизниот курс (Barajas и Morales, 2003), или, пак, станува збор за економии во кои агентите се неутрални на ризикот (Ize и Levy-Yeyati, 2003). Оттука, *факторите на побарувачката* на кредити и депозити во странски валути би требало да покажат дали појавата на финансиска евроизација е резултат на изворите на средства на агентите во економијата или, пак, тие вршат евроизација на своите портфолија единствено од побуда за внимателност. Разбирливо, секогаш кога еден економски агент има извори на средства во странска валута, тој бара и неговите обврски да бидат деноминирани во истата валута. На другата страна, специфично за сите земји во кои има високи стапки

¹⁶⁵ Reminder stochastic disturbance term.

на евроизација на економијата е постоење на историски период во кој земјата имала искуство на загуба на вредноста на средствата. Тезата која сакаме да ја тестираме со овие варијабли е, дали оваа загуба секогаш била резултат на високи стапки на инфлација или, пак, намалување на вредноста на домашната валута.

Слични се мотивите и за вклучување на *факторите на понудата*, како варијабли кои би можеле да ја објаснат финансиската евроизација. Имено, карактеристично за сите европски земји во подем е приближувањето кон меѓународните пазари на капитал. Таквото приближување, покрај сите бенефиции кои ги донесе влезот на меѓународните финансиски институции во националните економии, за земјите значеше и зголемување на долгот во странска валута.¹⁶⁶ Дел од овој долг ги претставуваа и кредитите кои филијалите на странските финансиски институции ги одобрија на „керките“ во процесот на зголемувањето на понудата на кредитите. Од причини што овие финансиски институции сакаат да ја одбегнат валутната нерамнотежа во своите биланси, тие инсистираа сите новоодобрени кредити да бидат деноминирани во странски валути. На ова можеме да го додадеме и аргументот од претходните фактори. Имено, епизодите на нагло намалување на вредноста на домашните средства (преку високи стапки на инфлација или намалување на вредноста на домашната валута), дополнително влијаеше врз одлуката на менаџерите на финансиските институции растот на своите средства да го темелат на портфолио деноминирани во странски валути.

Втората група на фактори можеме да ја поврземе со следната – трета група. Имено, дефинирани како во претходниот дел, лесно можеме да најдеме врска помеѓу факторите на понудата на евроизирани финансиски средства и *факторите на финансиската развиеност*. Сепак, одвојувањето на оваа група на фактори (факторите на финансиската развиеност) има за цел да стави акцент токму на олеснувањето на пристапот до меѓународните финансиски пазари како фактор за зголемување на финансиската евроизација. Додека, пак, втората група на фактори (факторите на понудата) има за цел да ја испитаат врската помеѓу постоењето на банки аверзични на ризик¹⁶⁷ и каматниот диференцијал на депозитите во домашна и странска валута со финансиската евроизација во една земја. Оттаму, во третата група на фактори ќе бидат

¹⁶⁶ Original sin (Echingreen, 1999).

¹⁶⁷ Банки кои би се грижеле единствено за валутната структура на своите биланси.

користени разни показатели за развиеноста на финансискиот сектор, заради откривање на вистинскиот во објаснувањето на финансиската евроизација.

Последната група на фактори, *контролните*, имаат за цел да ги опфатат ефектите на конзистентноста на макроекономските политики врз финансиската евроизација. Тука директно ќе се испитува врска помеѓу промената на ценовното ниво, девизниот курс (номинален и реален) и одредени показатели за водењето на монетарната политика. Како што можевме да видиме низ целиот труд, оваа група показатели покажува најстабилна врска со финансиската евроизација низ бројните истражувања во економската литература.

Индексите во моделот i и t укажуваат на тоа дека зависноста на финансиската евроизација од четирите групи на независни варијабли ќе биде испитувана преку „panel data regression models“. Впрочем, прилогот број 1 покажува дека најголемиот дел од анализите во економските истражувања, во кои се земени податоци за исти варијабли од различни земји низ анализираниот период, го користат токму овој метод на оценка на зависноста. Опортуноста на овие модели се состои во тоа што: (1) преку овој начин на оценка на зависноста би требало да добиеме показатели за влијанието на истите групи на фактори во различни земји за одреден период, и (2) заради помалата расположливост на податоците по земји (мал број на периоди за одредени варијабли), со вклучувањето на повеќе единици (земји) во анализата добиваме простор за повеќе опсервации по поединечна варијабла.

Основните емпириски спецификации може да бидат имплементирани низ бројни стратегии за оценка. На пример, статичката панел-спецификација може да биде оцената преку: (1) класичната регресија на најмали квадрати во која се претпоставува дека постои хомогеност помеѓу единиците и периодот на анализа; (2) еднонасочен модел со фиксни ефекти (fixed effect panel data model), кој има можност да ги опфати ефектите на оние варијабли што се специфични за секоја земја поединечно, а едновремено се исти за периодот на анализа; (3) двонасочен модел со случајни ефекти (random effect panel data model), каде што се претпоставува дека пресекот на серијата е одбран по случаен избор од сите пресеци на опсервираните единици и време и е независен од статистичката грешка за одредена опсервација; (4) двонасочен модел со фиксни ефекти, кој ги зема предвид ефектите и на посебните единици, но и за периодот на анализа; и, (5)

двонасочен модел со случајни ефекти, кој дозволува да постојат случајни индивидуални и временски ефекти.

Во овој труд за оценка на зависноста на финансиската евроизација ќе биде употребен моделот на фиксни и случајни ефекти. Главните предности на анализата со панел-податоци во однос на чистата меѓусекторска или временска анализа можеме да ги поделиме во следниве точки:¹⁶⁸

1. Затоа што анализата на панел-податоците во себе ги вклучува посебните земји, компании, држави, итн., со неа може да се опфати хетерогеноста помеѓу овие единици, која вообичаено може да биде изоставена од анализата. Техниките за оценка во анализата на панел-податоците може да ја опфати таа хетерогеност со тоа што таа дозволува секоја посебна единица да има специфични варијабли.
2. Со комбинацијата на временски и меѓусекторски опсервации, оваа анализа дава многу повеќе информации, променливост, помала колинеарност помеѓу варијаблите, повеќе степени на слобода и поголема ефикасност.
3. Преку анализата на опсервациите кои се повторуваат помеѓу секторите, овој метод на оценка е подобар во изучувањето на динамиката на промените во зависната променлива.
4. Анализата на панел-податоците може подобро да ги открие и да ги измери ефектите кои не можат да бидат опсервирани во обичната меѓусекторска или временска анализа.

Кога ја спроведуваме анализата според погоре спомнатиот метод, на ум треба да имаме неколку методолошки прашања: (1) проблемот на идентификација, (2) перзистентноста на евроизацијата; и, (3) ендемоноста на варијаблите. Така, доколку сакаме да го утврдиме влијанието на факторите на побарувачката, понудата, развиеноста или некој од контролните варијабли, би требало да имаме барем еден специфичен фактор од сите четири групи на фактори кои нема да влијаат врз кој било од преостанатите. Имено, она што е потребно во анализата е да идентификуваме и вклучиме барем еден фактор од факторите на побарувачката што нема да влијае врз понудата, финансиската развиеност или некој од контролните варијабли. Овој процес треба да се случи за сите четири групи на фактори. Со тоа, при самото специфицирање

¹⁶⁸ Baltagi (1995), pp. 3-6.

на варијаблите и нивното вклучување во моделот треба да имаме предвид дали нив можеме да ги сметаме за егзогени варијабли.

Вториот предизвик се однесува на тоа дека би можело да се појави перзистентност во варијаблите за финансиската евроизација, бидејќи сите се мерени како состојба на крајот на анализираниот период (а не како паричен тек). Меѓутоа, тука ќе споменеме дека кредитите и депозитите во земјите во развој имаат многу помала рочност отколку што се оние во развиените земји, па анализата преку опфаќањето на фиксни и случајни ефекти ќе овозможи контрола над ненабљудуваната хетерогеност. Оттаму, во анализата ќе се изврши приспособување за хетероскедастичноста и сериската корелација заради земање предвид на проблемот на перзистентност.

Последниот предизвик е поврзан со проблемот на едногеноста. Во тој контекст, при специфицирањето на различните модели, ќе треба да имаме предвид да вклучиме варијабли кои би биле егзогени во однос на другите независно-променливи. Вообичаено овој проблем може да биде надминат преку анализа на специфицирани инструментални варијабли, кои би требало да дадат одговор на прашањето за едногеност/егзоеност на некоја независна променлива.

4.4 Податоци

За потребите на анализата во овој труд, конструиран е небалансиран¹⁶⁹ долг¹⁷⁰ панел, составен од 10 земји од Централна и Југоисточна Европа. Притоа, за сите земји се обезбедени годишни податоци за големината на финансиската евроизација. Временскиот распон на анализа се разликува помеѓу земјите, односно за некои земји имаме податоци од 1994 година, додека за повеќето од 2001 година. Главните извори на податоци се: Меѓународната финансиска статистика (International Financial Statistics-IFS) и Светскиот економски преглед (World Economic Outlook – WEO), објавени од

¹⁶⁹ Во зависност од расположливоста на податоците (бројот на опсервации), можеме да анализираме небаласиран/балансиран панел, во зависност од тоа дали немаме/имаме обезбедено податоци (опсервации) за сите единици, во секој анализиран период. Така, ако за некоја земја од меѓусекторските единици имаме податоци од 1990 година до 2013 година, а за друга имаме од 2000 година до 2013 година, тогаш станува збор за небалансиран панел.

¹⁷⁰ Тогаш кога бројот на единците во меѓусекторите е поголем од временскиот период на анализа, станува збор за краток панел. Спротивно, кога N (бројот на земји) е помало од T (временскиот период на анализа), веламе дека работиме со долг панел.

Меѓународниот монетарен фонд (International Monetary Fund – IMF), Светските индикатори за развој (World Development Indicators) објавени од Светската банка (World Bank), како и податоците обезбедени од бројни други извори, како што се: Европската банка за обнова и развој (European Bank for Reconstruction and Development – EBRD), Банката за меѓународни порамнувања (Bank for International Settlements – BIS), националните статистики и годишни и месечни публикации на централните банки на земјите. Прилогот број 2 дава детални информации за дефиницијата на податоците и изворите на податоци. Овие податоци овозможуваат анализа на факторите на финансиската евроизација за 10 земји.

Дополнително, би сакале да напомним дека во претставувањето на сите варијабли кои ќе ги процениме во моделите анализираме повеќе показатели. Со тоа што имаме повеќе показатели за опфаќање на една иста економска карактеристика сакаме да упатиме на желбата на оваа анализа за откривање на вистинската детерминанта.

Изборот на примерокот на земји е направен според два критериума.

- Првиот е висината на стапката на кредитна евроизација во земјата. Со него во анализата ќе бидат опфатени сите земји чија кредитна евроизација во домашниот банкарски сектор надминува 50%. Впрочем, овие земји покажуваат висок степен на евроизација во економијата во целиот период на анализа, прилог број 3.
- Вториот е режимот на девизен курс.

Така, во анализата се вклучени Македонија,¹⁷¹ Бугарија, Литванија,¹⁷² Латвија, Естонија¹⁷³ и Хрватска,¹⁷⁴ кои и покрај тоа што се разликуваат во официјалниот режим на девизен курс, сепак се земји со „де факто“ фиксен девизен курс. На другата страна се земени податоци за земјите за кои имаат режим на флукуирачки девизен курс. Тука, освен Србија, која има изразени флукуации (депрецијација на динарот),¹⁷⁵ преостанатите земји, како Албанија, Романија и Унгарија, имаат релативно стабилен номинален девизен курс. Меѓутоа, самиот факт што монетарните власти дозволуваат флукуации на девизниот курс, со анализата би сакале да се обидеме да го откриеме

¹⁷¹ Македонија официјално води режим на раководено флукуирачки девизен курс.

¹⁷² Бугарија и Литванија официјално водат политика на валутен одбор.

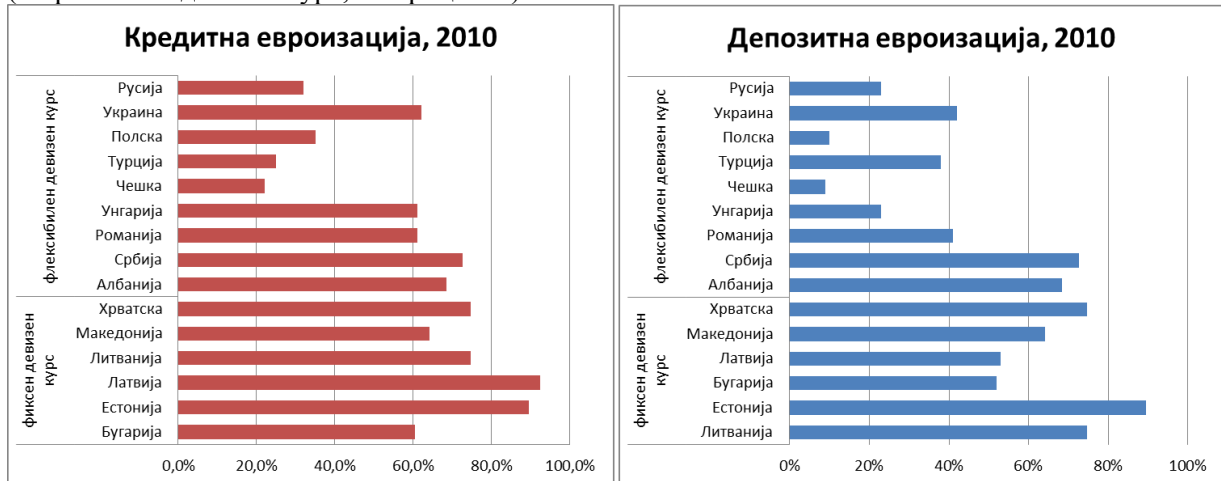
¹⁷³ Латвија и Естонија официјално водат режим на фиксен девизен курс.

¹⁷⁴ Хрватска официјално води ползечки режим на девизен курс.

¹⁷⁵ Во Србија е забележана голема депрецијација на номиналниот девизен курс во анализираниот период, од 11 динари за едно евро во 1999 година, до 113 динари за едно евро во 2013 година.

дали различните режими на девизен курс имаат влијање. Ова, особено затоа што во литературата силно се нагласува режимот на девизен курс како фактор за занемарување на девизниот ризик кога агентите се задолжуваат во странски валути (Echingreen, 2001).

Графикон број 4.5. Кредитна и депозитна евроизација во 2010 година (по режим на девизен курс, во проценти)



Извор: Пресметки на авторот, податоци од централните банки на одделните земји.

Од графиконот број 4.5, можеме да забележиме дека станува збор за примерок на земји за кои главна заедничка карактеристика е што имаат висок степен на кредитна и депозитна евроизација, земји од Централна и Источна Европа.¹⁷⁶ Тука би сакале да дадеме уште еден коментар, кој во продолжение на анализата би можело да ни даде одговор на некои резултати. Имено, треба да забележиме дека во примерокот на земји има група која припаѓа на земјите од Европската унија. Некои од нив веќе подолго време се приспособуваат на процесот на замена на домашната валута со еврото, другите се во почетокот на тој процес. На другата страна се земјите кои не се членки на Европската унија. Дел од нив се во понапредна фаза, а дел во почетна фаза од тој процес. Овие различни карактеристики помеѓу земјите во рамките на анализата треба да ни овозможат увид во разликите на политичката стабилност која ја перципираат домашните, но и меѓународните агенти.

Во продолжение, преку дескриптивна и графичка анализа, ќе ги прикажеме независно-променливите, за кои сакаме да го испитаме влијанието врз кредитната евроизација, а за кои можеби постои основа да се сметаат за независно-променливи на

¹⁷⁶ Во нив не се вклучени Косово и Црна Гора, кои немаат сопствена парична единица, т.е. го користат еврото како легално средство за размена во своите економии.

политичката сигурност во своите земји. Анализата којашто следува би требало да даде одговор на исправноста на одбраниот показател за мерење на економските карактеристики во рамките на сите четири групи на регресори.

4.4.1 Податоци за финансиската евроизација

Како што спомнавме погоре, финансиската евроизација можеме да ја анализираме преку три показатели: кредитната евроизација, депозитната евроизација и коефициентот на валутна супституција. Првиот се однесува на односот на кредитите во странски валути¹⁷⁷ и вкупните кредити одобрени од домашните банки на нефинансискиот стопански сектор и домаќинствата. Во овој труд, токму овој однос ќе биде зависно-променливата, врз која ќе се испитуваат факторите за висината на евроизацијата во земјите.

Втората варијабла се однесува на односот помеѓу депозитите во странски валути¹⁷⁸ и вкупните депозити на нефинансискиот стопански сектор и домаќинствата. Всушност, освен во анализите за одредување на влијанието на неконзистентноста на макроекономските политики, оваа варијабла речиси во сите истражувања се зема како објаснувачка на кредитната евроизација. Имено, доколку во една земја се покаже дека висината на депозитната евроизација игра важна улога во објаснувањето на кредитната евроизација, тоа би било знак дека банките внимаваат на валутната структура на своите биланси.

Расположливите податоци укажуваат на тоа дека, освен во Литванија и во Хрватска, другите четири земји имаат просечно високо учество на депозитите во странска валута во вкупните депозити на нефинансискиот стопански сектор и домаќинствата во банкарскиот сектор. Од тие причини, во нашата анализа, депозитната евроизација ќе биде дел од множеството на независно-променливите варијабли, која ќе ја вклучиме во факторите на понудата, а особено во анализата на шесте земји за кои имаме податоци, прилог број 3. Сепак, претходната забелешка би можела да биде фактор за недоволна објаснувачка моќ на оваа варијабла.

¹⁷⁷ Кога зборуваме за странски валути, можеме да забележиме дека доминантниот дел на овие кредити во домашните банкарски системи на овие земји всушност се деноминирани во евра.

¹⁷⁸ Кога зборуваме за странски валути, можеме да забележиме дека доминантниот дел на овие депозити во домашните банкарски системи на овие земји всушност се деноминирани во евра.

4.4.2 Фактори на побарувачката

Варијаблите коишто се вклучени во оваа група фактори имаат за цел да ја испитаат врската помеѓу однесувањето на економските агенти во процесот на подигнување кредити и стапката на кредитната евроизација. Тука ќе спомнеме дека најсилна врска со независно-променливата се очекува да има висината на каматните стапки. Имено, вообичаено е каматните стапки на кредитите одобрени во евра или со евроклаузула да бидат пониски од оние во домашната валута. Тоа е резултат на ризикот од девалвација/депрецијација кој со себе го носат кредитите одобрени во домашна валута. Пониските каматни стапки, пак, водат до поголема побарувачка на кредитите во странски валути, што упатува на заклучокот дека кредитобарателите многу често го занемаруваат девизниот ризик кој истите го носат со себе. Оттука, барајќи ја најевтината опција за обезбедување на дополнителен капитал, тие ќе се задолжат во странска валута.

За таа цел, во нашата анализа ќе ја вклучиме висината на каматниот диференцијал на каматните стапки во домашните валути и оние во странски. Она што можеме да го заклучиме од расположливите податоци е дека, освен во Естонија и во Србија, каде што разликата помеѓу кредитите одобрени во домашни валути и оние во странски валути расте, кај преостанатите четири земји оваа разлика од 2004 година постојано опаѓа. Ваквата тенденција, помеѓу другите фактори, може да се објасни и со високиот однос на депозитите во странски валути во однос на кредитите во странски валути. Со тоа, секоја банка која во своите извори на средства (депозитна база) има голем процент на депозити во странска валута, ќе сака нив да ги пласира во вид на кредити за чија атрактивност мора да се бори преку намалување на нивните каматни стапки.

Втората варијабла за која се очекува да влијае врз зголемувањето на побарувачката на кредити во странска валута е висината на инфлацијата. Имено, кога стапката на инфлација е повисока од промената на девизниот курс на домашната валута, рационалното однесување на агентите кои заработуваат во домашна валута е тие да се задолжуваат во странска валута. Со тоа кредитобарателите би го намалиле (се заштитат) ризикот од инфлација.¹⁷⁹ Независно-променливите преку кои ќе се обидеме да ја испитаеме оваа врска се претставени со индексот на потрошувачки цени, и тоа

¹⁷⁹ Кој, како што спомнавме, се претпоставува дека е повисок од девизниот ризик.

мерени како просечно ниво за тековната година, и преку индексот на промената помеѓу две последовни години.

Податоците за земјите од примерокот укажуваат на тоа дека во сите земји има поголема динамика на движењето на оваа варијабла. Имено, периодот од 2000-2003 година е проследен со стабилизација на нивото на цените, за со почетокот на финансиската криза во 2007 година, сите земји да забележат повторно зголемување на инфлацијата. Во оваа група на земји се издвојуваат Србија и Романија, кои имаат повисока просечна стапка на инфлација (23% и 16%, респективно) во однос на другите земји. Во овој дел, нема да го испитуваме влијанието на корелацијата помеѓу инфлацијата и девизниот ризик, како показател за доминацијата на еден од овие два ризика, заради тоа што самата дескриптивна анализа покажува дека, освен во Србија, инфлацијата е попроменлива од номиналниот девизен курс.

Третата група на независно-променливи од факторите на побарувачката ги претставуваат преференциите на корпоративниот и секторот на домаќинства од аспект на нивните извори на приходи. Оттука, секогаш кога една компанија најголем дел од своите приходи или расходи ги обезбедува преку надворешнотрговската размена со други земји, таа ќе има тенденција да се задолжува во валутата во која тргува со другата земја. Степенот на учеството на странските валути во вкупните приходи и расходи ќе го прикажеме преку три показатели. Станува збор за показатели преку кои се мери степенот на отвореност на земјата, односот на тековната сметка и БДП или само износот на вкупниот извоз во однос на БДП и учеството на странски директни инвестиции во БДП. Со тоа би сакале да ги опфатиме сите компании¹⁸⁰ кои заради заштита од девизниот ризик на приходите што ги остваруваат и на расходите врз основа на трошоците за камати, отплатата на кредитите и обврските кон странските партнери и компаниите-мајки, главно бараат да се задолжат во странска валута.

Податоците покажуваат дека станува збор за земји со континуиран дефицит на тековната сметка, висок степен на отвореност на економиите и слично ниво на странски директни инвестиции. Така, највисок просечен дефицит на тековната сметка имаат Албанија, Бугарија и Србија, во висина од околу 12% од БДП за периодот од 2000-2013

¹⁸⁰ Во литературата овие компании се попознати како „заштитени по природа“ или „natural hedgers“.

година. Преостанатите земји остваруваат дефицит во размената на стоки и услуги со надворешниот свет во рамките од 4-8% од БДП.

Ваквата состојба, упатува на тоа дека во овие земји постојат компании кои би имале доволно причини да инсистираат на задолжување во странска валута. Со тоа, кредитите во странски валути би обезбедиле средства на домашните компании за исполнување на обврските кон странските доверители со низок девизен ризик.

4.4.3 Фактори на понудата

Покрај основниот фактор кој би можел да влијае врз зголемувањето на понудата на кредити во евра и со евро клаузула, а тоа е застапеноста на депозитите во странски валути во билансите на банките (депозитната евроизација), во овој дел ќе споменеме уште два фактора кои би можеле да влијаат врз таквата структура на депозитната база на банките. *Еден фактор*, коефициентот на вкупните депозити во однос на БДП, кој генерално би требало да ни покаже дали има некаква поврзаност на динамиката на движење на депозитната база во една економија со висината на кредитната евроизација. Земјите кои ги анализираме покажуваат слична големина на овој коефициент, движејќи се во рамките од 22-52%, на годишно ниво.

Следната зависна променлива е всушност поврзана со нејзиното влијание врз самата депозитна евроизација. Токму тоа и е целта на нејзиното вклучување во анализата. Имено, познати се причините зошто сè додека каматната стапка на депозитите во странски валути е ниска и депозитната евроизација би била ниска. Меѓутоа, евентуалната неповрзаност на овие варијабли¹⁸¹ би можела да укажува на постоење на други, поважни фактори коишто влијаат врз понудата на депозити во странска валута. На другата страна, врската на висината на каматната стапка на депозитите во странска валута би можела да ни даде сигнал за одредени тенденции во земјата. Доколку на ова го додадеме и фактот дека диференцијалот на депозитите во домашна валута и оние во странска кај сите анализирани земји се движат независно, би требало да имаме на ум дека врз оваа варијабла влијае нешто различно од варијаблите кои ние ги анализираме. Како што можеме да видиме во прилогот број 3 каматниот диференцијал е највисок во Албанија (до 0.1 п.п.), а најнизок во Естонија (до 0.01 п.п.).

¹⁸¹ Девизна евроизација и висината на каматната стапка на депозитите во странски валути.

Во преостанатите земји, разликата на каматните стапки на денарските и девизните депозити се движи во рамките на интервалот од 0.04 п.п.

Следната група на фактори кои ќе ги вклучиме во анализата на влијанието на варијаблите на страната на понудата на кредитите во странски валути се однесуваат на преостанатите извори на средства во билансот на банките. Имено, како што можеме да видиме досега, во земјите кои ги анализираме, депозитите се главен извор на средства за банките во нивните финансиски сектори. Меѓутоа, имајќи предвид дека во сите земји доминира учеството на странските банки во вкупниот банкарски систем¹⁸² (над 80%), мораме да го поставиме прашањето за постоење на некаква врска со тоа. Имено, преку коефициентите на странски кредити и депозити, нето финансиската сметка, нето странските средства на банките, меѓународните банкарски побарувања, надворешните побарувања во однос на БДП и индексот на отвореност на капиталната сметка ќе бараме зависност на одобрените кредити во странски валути, со различните од депозити, извори на средства. Во овој дел, ќе споменеме дека тенденцијата на намалување на износот на нето странски средства во банкарските системи можеме да ја забележиме кај сите земји. Она што е значително за банките во балтичките земји е намалувањето на тие средства.

На крајот, ќе се обидеме да откриеме постоење на врска помеѓу кредитите во странски валути и износот на дознаки од странство во земјата. Идејата зад вклучувањето на оваа варијабла е да се одредени во колкава мера пред сè населението, се однесува како агент „заштитен по природа“. Впрочем, кај оваа варијабла имаме дилема дали таа да се вклучи во факторите на побарувачката, при што евентуалната поврзаност со зависната променлива би ни укажало на тоа дека, заради приливот на странски средства во економијата, во форма на дознаки од странство, домашните агенти настојуваат и обврските по кредити да бидат деноминирани во валутата во која ги добиваат тие дознаки. Од друга страна, пак, нивното влијание врз кредитната евроизација би можело да значи и дека поголем дел од овие фактори остануваат во економијата преку зголемувањето на депозитите во странска валута, како форма на инвестирање на тие средствата.

¹⁸² Податоците за Латвија за периодот од 2006-2010 година се недостапни.

4.4.4 Финансиска развиеност

Следната група на фактори има за цел да испита дали постои врска помеѓу степенот на финансиска развиеност и нивото на кредитна евроизација. Емпириските истражувања до денес не покажуваат силна зависност на степенот на развиеност на финансискиот сектор и зависната променлива (Rosenberg и Tripak, 2008). Сепак, во овој дел од трудот не би сакале толку бргу да се откажеме од оваа врска, пред сè, затоа што сметаме дека има рационално економско размислување во тој правец.

Да претпоставиме дека еден финансиски систем не е развиен до нивото на финансиските системи во развиените земји. Со тоа, во таа економија агентите имаат мал број на можности за инвестирање на своите заштеди. Во такви услови, тие би ги пласирале своите средства во неколку видови на финансиски инструменти. На другата страна, неразвиеноста на финансиските системи и ограничувањата на бројот на финансиски инструменти влијае и врз намалување на можностите за заштита од ризиците во економијата. Тоа произлегува не само од фактот што во неразвиен финансиски пазар недостигаат класичните инструменти за заштита од ризиците - финансиски деривативи, туку затоа што во таква ситуација агентите не можат да ги искористат и предностите на диверзификацијата на портфолиото. Оттука, овие недостатоци ќе влијаат врз економските агенти да ја бараат заштитата од ризиците и во средствата деноминирани во странски валути.

Доколку ги прифатиме претходните аргументи, би требало да очекуваме евентуалното зголемување на финансиската развиеност во една економија да влијае врз намалувањето на кредитната евроизација. За потребите на откривањето на врската со зависната променлива, во моделот на овој труд ќе ги вклучиме трите најексплоатирани варијабли за мерење на степенот на финансиска развиеност на земјата: индексот на ЕБРД за мерење на банкарските реформи, односот на поширокиот паричен агрегат и БДП, како и односот на вкупните кредити одобрени на приватниот сектор во земјата и БДП. Сите тие се стандардни коефициенти во економските анализи.

Анализата на овие варијабли покажува дека помеѓу земјите има разлики во нивото на развиеност на финансиски системи. Така, просечното учество на M_2 во вкупниот БДП се движи од 33% во Романија до 71% во Албанија, или просекот на сите земји изнесува 47% од БДП, за периодот од 2000-2013 година. На другата страна, учеството на кредитите во БДП се движи од 20% во Албанија до 69% во Естонија, а

највисоко учество на кредитите во БДП забележуваат и Латвија и Хрватска од 62% и 53%, просечно годишно ниво за периодот од 2000-2013 година. Просечното ниво на учество на кредитите во БДП кај целата група на земји за истиот период изнесува 43%.

На другата страна на овие варијабли ќе вклучиме променливи преку кои сакаме да го откриеме влијанието на расположливоста на различни видови на финансиски инструменти врз финансиската евроизација. За таа цел, вклучивме три варијабли преку кои ќе го оцениме степенот на развиеност на пазарот на капитал, а со тоа и достапноста на различни можности за инвестирање во земјите. Во прв ред, ја земаме вкупната капитализација на пазарите на капитал во однос на БДП, со просек од 18% во периодот од 2000-2013 година, каде највисока капитализација има во Хрватска од 34%, а најниска во Македонија и во Латвија, со учество во БДП од 8%.¹⁸³ Понатамошен показател е износот на тргувани акции во однос на БДП, со највисоко учество од 18% во Унгарија, а најниско од 0,8% во Латвија. Во Македонија, највисокото учество од 6,18% е остварено во 2008 година, а просечното учество за целиот период изнесува 1,51%. На крајот, го анализираме и показателот за обртот на тргување на пазарите на капитал, чија просечна вредност изнесува 36% за сите земји и целиот период. Тука, највисок коефициент бележи Македонија, со просечно ниво на 162%, додека најнизок е во Хрватска, со просечно ниво од само 5%.

4.4.5 Контролни варијабли

Именувањето на групата, контролни варијабли, не сме сигурни дали е најсоодветно, меѓутоа, имајќи ја предвид природата на варијаблите кои се дел од неа, мислиме дека не правиме голем пропуст. Оправданоста за вклучувањето на оваа група варијабли е желбата за опфаќање на ефектите на одредени економски движења во земјата. Тука, уште еднаш, ќе напомниме дека дел од овие ефекти би требало да бидат опфатени со претходните варијабли, за чие комбинирање ќе обратиме посебно внимание во вклучувањето на секоја од нив.

Во оваа група на променливи, како показател за влијанието на политиките на монетарните власти врз зависната променлива, ќе ја искористиме референтната каматна стапка, како и индексот на интервенции, структуриран од Barajas и Morales (2003), кој има за цел да го утврди вистинскиот режим на девизен курс во една земја и индексот на ЕБРД за слобода на девизниот пазар.

¹⁸³ За Албанија не располагаме со податоци.

Движењето на референтната каматна стапка за економските агенти е сигнал за идните очекувања на промените во макроекономските индикатори. Оттаму, секоја промена на оваа стапка директно влијае врз вредноста на сите средства во економијата, а со тоа и врз однесувањето на агентите во поглед на вложување или задолжување во одредена валута. Индексот на интервенции на централните банки е дефиниран како:

$$intervention = \frac{\left(\frac{\Delta res}{broad_m}\right)^2}{\left(\frac{\Delta lcu_eur}{lcu_eur}\right)^2 + \left(\frac{\Delta res}{broad_m}\right)^2}$$

каде, *res* ги претставува девизните резерви на земјата, *broad_m* за поширокиот паричен агрегат и *lcu_eur* за номиналниот девизен курс во однос на еврото. Оваа варијабла е пресметана, земајќи ги предвид просеците за 12 месеци во годината. Оттука, доколку една земја има ниска (висока) променливост на девизниот курс и висока (ниска) променливост на девизните резерви, можеме да кажеме дека таа земја води де факто фиксен (флукуирачки) девизен курс. Пресметките на оваа варијабла покажуваат дека, според индексот на интервенции на централните банки, сите водат де факто фиксен девизен курс, претставени во индекс еднаков на 1.

На крајот, во анализата е вклучен индексот на ЕБРД за мерење на слободата на трансакциите на девизниот пазар. Според овој индекс, сите земји покажуваат ист степен на дозвола за вршење трансакции на девизниот пазар во земјите.

4.5 Емпириска анализа и интерпретација на резултатите

Како што споменавме погоре, кога во моделот се вклучуваат сите расположливи варијабли мора да сме внимателни бидејќи тоа лесно може да нè доведе до погрешна спецификација на моделот. Притоа, сакаме да истакнеме дека и покрај бројноста на варијаблите, заради тоа што за нивното вклучување постои економска логика, во процесот на оценка на моделите можеме да бидеме „комотни“. Впрочем, нашата цел, да откриеме кои се варијаблите што влијаат врз кредитната евроизација на примерокот на повеќе земји, сама по себе наметнува рационалност во изборот на варијаблите. Во претходната точка, уште од самата дескриптивна анализа, интуитивно можеме да

забележиме кои би биле варијаблите со кои би можело да се објасни зависната променлива.

Меѓутоа, затоа што дескриптивната статистика кажува релативно помалку од процената на поврзаноста (корелацијата), за да добиеме појасна слика за влијанието на секоја променлива врз кредитната евроизација, во продолжение на овој труд ќе употребиме дел од економетриските техники за утврдување на таа корелација. Најнапред се направени почетни тестирања за релевантноста на секоја варијабла поединечно, заради вклучување во моделот (анализата). Долнително на тоа, на оние кои во корелативната матрица покажуваат повисока корелација од $\pm 60\%$ извршивме едноставна анализа на податоците со која откривме, на пример, силна позитивна корелација на кредитната евроизација со индексот на цени на мало (0.643, p -вредност од 0.0532), меѓутоа, многу слаба врска со коефициентот на интервенција (p вредност од 0.508).

Во продолжение на овој дел од трудот ќе бидат коментирани резултатите од основниот модел, кој всушност ја претставува последната (анг. „parsimonious“), „прочистена“ спецификација. Притоа, робусноста на спецификацијата на моделите беше тестирана преку отстранување на поединечните индивидуални варијабли од моделот, како и преку селектирање на посебни земји од примерокот.

Процената на спецификацијата на моделите беше извршена со методот на фиксни и случајни ефекти. Тука ќе споменеме дека во анализата на резидуалите се покажа постоење на потенцијален проблем поврзан со хетероскедастичноста, заради што моделите беа тестирани и со методот на робусни стандардни грешки.¹⁸⁴ Исто така, треба да се спомене дека тестот за постоење на единични корени (анг. „unit root“) не ја отфрли нултата хипотеза.

Оценката на фиксните ефекти на земјите покажа постоење на процес на автокорелација помеѓу резидуалите. При оценката со методот со случајни ефекти, се појави проблем во процедурата на „between-estimator weights“, со што целосно беа занемарени информациите кои може да ги пружи структурата на панелот (анг. „panel structure“), т.е. информациите кои се различни низ времето. Всушност, оценката со методот со случајни ефекти дава исти информации како обичната регресија на најмали

¹⁸⁴ White cross section.

квадрати. Дополнително на тоа, методот со случајни ефекти, исто така, имаше проблем на автокорелација на резидуалите. На крајот, и покрај тоа што „Hausmann-test“ тестот упатува на тоа дека методот со фиксни ефекти на земјите е подобар за оценка на моделот, всушност, заради автокорелацијата на резидуалите и двата метода не се применливи. Од тие причини, за оценка на моделот беа потребни приспособувања за надминување на овој проблем.¹⁸⁵

Почетниот модел беше претставен во следнава форма:

$$\begin{aligned}
 fcc_{tc_{it}} = & \alpha_i + \\
 & \text{фактори на побарувачка} \\
 & + \beta_1 cpi_annual(-1)_{it} + \beta_2 export_gdp_{it} + \beta_3 fx_lending_i_rate_{it} + \\
 & \text{фактори на понуда} \\
 & + \beta_4 i_rate_spread_{it} + \beta_5 foreign_bank_ebrd_{it} + \beta_6 ext_loans_deposit_{it} + \beta_7 for_bank_assetes_{it} + \\
 & \text{финансиска развиеност} \\
 & + \beta_8 stocks_turnover_ratio_{it} + \\
 & \text{контролни варијабли} \\
 & + \beta_9 reer_{it} + \beta_{10} eur_lcu_{it} + \beta_{11} discount_rate_{it} + \beta_{12} m2_gdp_{it} + \beta_{13} intervention_{it} + \beta_{14} res_imp_{it} + \\
 & + u_{it}
 \end{aligned}$$

каде: *факторите на побарувачка* се претставени преку промената на инфлацијата со задоцнување од една година ($lag_1 cpi_annual(-1)_{it}$), отвореноста на земјата ($export_gdp_{it}$), и каматната стапка на кредитите во странски валути ($fx_lending_i_rate_{it}$); *факторите на понудата* преку распонот на каматната стапка на кредитите и депозитите во сите валути ($i_rate_spread_{it}$), учеството на странските банки во домашниот банкарски систем ($foreign_bank_ebrd_{it}$), износот на кредити и депозити надвор од банкарскиот систем на земјата ($ext_loans_deposit_{it}$), и износот на странските средства на банките ($for_bank_assetes_{it}$); *финансиската развиеност* е опфатена со коефициентот на промет на пазарите на капитал ($stocks_turnover_ratio_{it}$), а како контролни варијабли беа земени реалниот девизен курс, мерен преку месечни просеци во текот на целата година ($reer_{it}$)¹⁸⁶, номиналниот девизен курс, изразен по британскиот начин на котирање¹⁸⁷ (eur_lcu_{it}), референтната каматна стапка ($discount_rate_{it}$), валутната супституција ($m2_gdp_{it}$), коефициентот на интервенции ($intervention_{it}$) и коефициентот на покриеност на увозот со девизни резерви (res_imp_{it}). На крајот u_{it} ги претставува статохастичките грешки во моделот.

¹⁸⁵ Оценка на ефектот на варијаблите со прв диференцијал „first difference estimations“.

¹⁸⁶ Промената, порастот на реалниот девизен курс во оваа анализа ќе се смета за реална депрецијација на домашната валута.

¹⁸⁷ Определен број единици на странска валута по единица домашна валута.

Во прилогот број 5 можеме да ги видиме резултатите на сите проценети модели. Во неа најнапред е оценето влијанието на инфлацијата, номиналниот девизен курс, односот на тековната сметка и странските директни инвестиции БДП, депозити/БДП, учеството на странските банки во банкарскиот сектор, дознаките од странство, паричниот агрегат, референтната каматна стапка, нивото на резервите, висината на еврообврзниците и пазарната капитализација на акциите во земјите. Притоа, единствени значајни се покажаа инфлацијата и номиналниот девизен курс. Во продолжение на оценувањето на влијанието на варијаблите ги отфрлаваме оние кои не покажуваа значајност, а на нивно место вклучуваме варијабли од сетот на групата на која припаѓаа.

Табела број 4.2. Резултати од спецификацијата на финалните модели

Независна променлива	Модел 1	Модел 2	Модел 3
	Сите земји	Фиксен девизен курс	Флексибилен девизен курс
Годишна инфлација (CPI) (-1)	0.006585*** (0.002038)	0.004297** (0.002094)	0.006998*** (0.002080)
Реален девизен курс (REER)	0.005050*** (0.000858)	0.005160*** (0.001218)	0.004771** (0.001155)
Отвореност на економијата (EXPORT_GDP)	0.004988*** (0.001576)	0.005003** (0.001656)	0.004700* (0.001563)
Номинален девизен курс (EUR_LCU)	-0.653195*** (0.082667)	-0.593197*** (0.179156)	-0.545058*** (0.164999)
Финансиска развиеност (STOCKS_TURNOVER_RATIO)	-0.000200* (2.24E-05)	-0.000248* (6.69E-05)	-0.000145** (2.19E-05)
C	1.239671*** (0.206098)	-0.266800*** (0.136216)	1.377091*** (0.277723)
Опсервации	117	78	52
R-squared	0.765574	0.722509	0.785731
Adjusted R-squared	0.721223	0.679047	0.738425
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000	0.000000

Забелешка: Зависната варијабла се кредитите во странска валута мерени како процент на учество на кредитите во евра во однос на сите кредити одобрени на нефинансискиот стопански сектор и секторот на домаќинствата. Оцената на коефициентите е извршена со помош на диференцијалите од прв ред, а користени се стандардни грешки со методот на White (1980) кои се дадени во заградите.

**** значајна на 1%, ** значајна на 5% и * значајна на 10%.*

Модел 2- Македонија, Бугарија, Хрватска, Естонија, Латвија, Литванија.

Модел 3- Албанија, Унгарија, Романија, Србија.

На крајот, како во табелата број 4.2, се добиени резултатите од оценка на финалниот емпириски модел, пресметан врз основа на целиот примерок (модел 1). Штом ги откријме варијаблите кои се статистички значајни во одредувањето на големината на кредитната евроизација во сите земји, за следните сетови на податоци во

следните модели го оценивме влијаењето само на тие варијабли. Притоа, баравме дали ќе се задржи значајноста на варијаблите доколку ја имаме во предвид политиката на режим на девине курс. Така, оценетите параметри за примерокот составен само од земјите со фиксен девизен курс е прикажан во модел број 2 и примерокот кој ги вклучува само земјите со флексибилен девизен курс во моделот број 3 од табелата број 4.2.

Табела број 4.3. Мета регресија со употреба на различни методи на оценка

Оценка на	Очекувано влијание	Случајни ефекти	Weighed least squares
Каматен диференцијал	+	0.371	0.332**
Променливост на девизниот курс	+/-	-2.016***	-0.207***
Депрецијација на девизниот курс	+/-	1.019	1.042***
Инфлација	+	1.301	0.296***
Променливост на инфлацијата	+	-2.956	-4.305
MVP	+	1.136*	0.812***
Девизни депозити	+	0.506***	-0.281

Извор: Cuaresma et al. (2011).

*** значајна на 1%, ** значајна на 5% и * значајна на 10%.

Cuaresma et al. (2011), со помош на мета регресија, ги обработуваат резултатите од 16 претходни економетриски истражувања кои се занимавале со утврдување на детерминантите на кредитната евроизација. Притоа, во анализата, како варијабли се земени самите резултати од истражувањата. Тие покажуваат дека, во овие 16 истражувања, авторите користеле 269 коефициенти за мерење на влијанието на каматниот диференцијал како мерка за утврдување на „алчноста на должниците“ (Basso et al., 2007; Zettelmeyer et al., 2010). Понатаму, користени се 151/64 коефициенти за утврдување на влијанието на инфлацијата/променливоста на инфлацијата, како показател за довербата кон монетарната политика (Jeanne, 2003; Zettelmeyer et al., 2010). Мерењето на влијанието на депрецијацијата/променливоста на девизниот курс е утврдена преку анализа на 99/71 коефициенти (Jeanne, 2003; Arteta, 2003). На крајот од

анализата се покажува дека за корелацијата помеѓу кредитната евроизација и големината на минималната варијанса на портфолиото (Ize и Levy-Yeyati, 2003) и девизните депозити (Calvo, 2001; Arteta, 2003), се користени по 65 коефициенти.

Како што можеме да видиме на табелата 4.3, со употреба на различни методи на оценка на корелацијата и резултатите се разликуваат. Сепак, движењето на коефициентите и статистичката значајност ни даваат за право да утврдиме дека помеѓу овие коефициенти се наоѓаат вистинските варијабли за утврдување на големината на кредитната евроизација.

Резултатите од горенаведената мета регресија ни послужија како водич во однос на главните варијабли за кои би можело да се очекува позначајно влијание врз евроизацијата, вклучувајќи го и очекуваниот знак на регресионите коефициенти. Во продолжение ги коментираме резултатите од нашето емпириско истражување, со посебен осврт врз варијаблите кои ги претставуваат факторите на побарувачката, факторите на понудата, факторите на финансиската развиеност и контролните варијабли.

4.5.1 Фактори на побарувачката

Врската помеѓу промената на ценовното ниво во земјата и нивото на кредити во странски валути која е потврдена во сите претходни истражувања, се покажува како статистички сигнификантна и позитвна и во нашата анализа. Таквата врска воопшто не нè изненадува ако имаме во предвид дека кога во една економија агентите очекуваат цените да се движат непредвидливо да се заштитат од зголемување на обврските од таа појава. Така доколку еден агент сака да се задолжи кај банките, а притоа има можност да избере во која валута тоа ќе го стори, заради неизвесноста поврзана со нивото на цени во земјата тој ќе се подигне кредит во странска валута.

Силната врска помеѓу инфлацијата и кредитната евроизација е аргумент и за намалената доверба кон одлуките на носителите на економските политики. Имено, можеме да забележиме дека во анализираниот период во кој кредитната ерозиација расте, економиите на земјите кои ги анализираме немаат големи флукуации на цените. Сепак, дури и во услови на долгодишни ниски стапки на инфлација агентите бараат да се задолжат во странска валута.

Следната варијабла која покажува силна и позитивна врска со кредитната евроизација е отвореноста на земјата. Впрочем, како и во концепциската разработка на истражувањето, сосема очекувано е позитивното влијание на оваа варијабла врз зависната променлива. Дополнително на тоа, можеме да забележиме дека во сите модели, од почетниот до финалниот, оваа варијабла покажува постојано позитивно и сигнификантно значење. Сепак, ќе напомниме дека сигнификантноста никогаш не го надмина нивото од 95%.

Економското објаснување на позитивното значајно влијание на оваа варијабла е поврзано со големата трговска размена со остатокот од светот на земјите од примерокот, кои може да се карактеризираат како мали отворени економии. Таа размена придонесува во економиите на овие земји да се појават компании кои се т.н. „заштитени по природа“ (анг. natural hedgers), кои заради намалување на неизвесноста поврзана со цените на нивните производи и валутната структура на вкупните приходи, настојуваат поголем дел од обврските да бидат деноминирани во евра.

Оваа карактеристика на агентите во анализираниите земји се потврдува и со фактот што поширокиот показател за отвореноста на економијата (вкупна трговија/БДП) не покажа сигнификантност со кредитната евроизација. Всушност, фактот дека само извоз/БДП е значајна би можело да значи и дека фирмите во овие земји повеќе се „natural hedgers“ на своите приходи, т.е. дека валутната структура на приходите има поголемо значење за побарувачката на кредити во странска валута во споредба со увозот. Ова е сосема логично објаснување доколку имаме предвид дека ако фирмите имаат приходи во евра, тие ќе сакаат и обврските да им бидат во евра за да обезбедат валутна усогласеност на паричните приливи и одливи. Со други зборови, изворите на парични приливи се важна детерминанта на побарувачката за евроизација.

Последниот аргумент којшто би го дале во тој прилог е фактот дека зависната променлива ги вклучува сите кредити во евра (нефинансискиот стопански сектор и домаќинствата). Со тоа, затоа што варијаблата на односот на извозот и БДП ја опфаќа единствено побарувачката на кредити деноминирани во евра само на еден сегмент (претпријатијата), изоставувањето на сегментот на домаќинствата (кој е значаен дел од вкупните кредити во евра) не би требало да ја намали довербата во заклучокот за значајноста на врската. Впрочем, кај сите земји учеството на кредитите во странски валути одобрени на претпријатијата е големо. Оттука се додека кредитите на фирмите

се значаен дел од вкупните кредити во странска валута, ова објаснување не ја негира значајноста на добиениот регресионен коефициент за извоз/БДП.

На оваа констатација ќе го додадеме и коефициентот на каматната стапка на кредитите во странска валута, кој е незначително мал и статистички незначаен. Со тоа, би можеле да претпоставиме дека, освен стапката на инфлација,¹⁸⁸ другите варијабли од факторите на побарувачка на овие средства не влијаат врз кредитната евроизација во овие земји. Теориски, во овој момент, за нас ваквата констатација е неоправдана, меѓутоа, фактот дека оваа варијабла е незначајна и во преостанатите истражувања ни дозволува да ја прифатиме. Сепак, во нашиот случај лесно може да се најде објаснување, зошто каматната стапка не е сигнификантна. Прво, овде ја земаме каматната стапка, а не каматниот диференцијал. Оттука, повисоката каматна стапка на странските кредити не мора да ја намали евроизацијата, ако истовремено се зголемила и домашната каматна стапка. Второ, имајќи го предвид горниот резултат (коефициентот пред извоз/БДП), се додека фирмите имаат приходи во странска валута, тие ќе бараат кредити во странска валута, при што висината на каматна стапка нема да има силно влијание, т.е. ефектот на „natural hedgers“ може да е посилен од каматната стапка. Трето, ако фирмите и луѓето не се осетливи на каматна стапка, т.е. ако е мала еластичноста на побарувачката на кредити во однос на висината на каматна стапка, овој коефициент нема да има значење.¹⁸⁹

Оттука, пред да поминеме на елаборација на ефектите на другите варијабли, кусо би сакале да ја искоментираме големата на коефициентите пред независно-променливите. Имено, иако мали, треба да обратиме внимание на тоа дека, всушност, се работи за варијабли кои се претставени во вид на учество на кредитите во странски валути во однос на вкупните кредитите и вкупниот извоз и БДП. Дополнително на тоа, станува збор за годишни податоци, со што и самиот ефект на регресорите треба да го сметаме за годишен.

¹⁸⁸ De Haas (2010), покажува дека во европските земји во подем во високите депрецијации на девизниот курс го обесхрабрува задолжувањето во странски валути. Од друга страна, Zettelmeyer et al. (2010), утврдуваат дека задолжувањето во странска валута е доминантно во земји со високи стапки на инфлација. Имајќи предвид дека во земјите кои ги анализираме, стапката на депрецијација е постојано пониска од стапката на инфлација, рационалното економско размислување за агентите би било тие да го преземаат помалиот ризик, т.е. девизниот ризик, а со тоа и да ги деноминираат средствата/обврските во странски валути.

¹⁸⁹ Особено заради тоа што не работиме со диференцијалот на каматните стапки.

4.5.2 Фактори на понудата

Каматниот распон помеѓу кредитите и депозитите се очекува да има позитивно влијание врз зголемувањето на понудата на кредити, воопшто. Меѓутоа, во нашата анализа, оваа варијабла не е сигнификантна ($p > 20\%$), заради што неа ја отфрливме од натамошната спецификација на моделите. Оваа статистички незначајна врска би можело да се поврзе со фактот дека ние работиме со пондерираните каматни стапки на сите кредити и депозити, меѓутоа, дури и кај земјите¹⁹⁰ за кои имавме податоци за каматните стапки на девизните кредити и депозити, оваа врска не се подобри. Следните три варијабли преку кои би можеле да го опфатиме влијаењето на пристапот до меѓународните пазари на капитал (учеството на странските банки во домашниот банкарски сектор, странската актива и депозитите и кредитите држени надвор од земјата), исто така, не покажаа статистички значајна врска со кредитната евроизација. Ова би можеле да го објасниме, меѓу преостанатите фактори, и со фактот што, во овие земји, домашните депозити имаат доминантно учество во вкупните извори на средства на банките. Дополнително во сите земји на примерокот, речиси цел банкарски сектор е во странски раце, т.е. нема доволно варијабилитет кај овој регресор.

На крајот, сигнификантноста на инфлацијата во одредувањето на нивото на кредитната евроизација и ниската недоверба кон економските политики, покрај преку валутата на депозитите врз евроизацијата влијае и преку влијанието врз одлуките на управните одбори на банките. Имено, доколку во земјата има очекување за идно зголемување на цените, за да ги заштитат своите средства банкарите ќе инсистираат на валута на земја која нема да биде погодена од инфлацијата.

4.5.3 Финансиска развиеност

Единствениот показател за степенот на финансиска развиеност на една земја (коефициентот на обрт на пазарите на капитал) покажува силна негативна врска со кредитната евроизација. Имајќи го предвид фактот, дека кога во економијата се намалуваат или, пак, недостасуваат средства за инвестирање, со цел заштита од можниот девизен ризик, агентите прибегнуваат кон инвестирање во средства во странски валути, ваквата врска е прифатлива.

¹⁹⁰Македонија, Србија, Албанија, Хрватска, Естонија и Литванија.

Впрочем ако има голем обрт на пазарот на капитал, т.е. ако тој се одликува со висока ликвидност, агентите ќе држат поголем дел од своите портфолија во инструментите на пазарот на капитал (кои се во домашна валута). Со тоа ќе дојде до реалокација во рамките на портфолиото и тоа другите активи (вклучувајќи ги девизите) ќе ги супституираат за акции. Оттука, ќе се намали евроизацијата. Сепак, ова објаснување се однесува на депозитната евроизација. Можеби, ако има повисок обрт на пазарот на капитал, инвеститорите би барале повеќе кредити во домашна валута (бидејќи акциите се во домашна валута) за да ги финансираат своите активности на пазарот на капитал, а преку таа врска да го докажеме влијанието врз кредитната евроизација.

Она што би можело да биде фактор за нецелосност во заклучокот на влијанието на овој фактор е настанувањето на големата финансиска криза, која практично, за еден подолг временски период, ги замрзна прометите на берзите. Тоа дојде до израз особено во овие земји во кои, заради повлекувањето на средствата на меѓународните инвеститори, големи количини на средства се одлеаја од нив.

4.5.4 Контролни варијабли

Варијаблите за одредување на довербата кон монетарните власти покажуваат дека агентите во економијата најмногу реагираат на промените на девизниот курс. Табелата 4.2 покажува дека во сите три регресии, коефициентот пред номиналниот девизен курс е со висока вредност и го има „правилниот“ знак,¹⁹¹ што е во согласност со теоретските предвидувања. Сепак, овој регресор е статистички сигнификантен (на нивото од 10%) само во регресијата заснована врз целиот примерок. Она што може да се оцени како изненадување е големата сензитивност на евроизацијата во однос на промените на номиналниот девизен курс (коефициент од $-0,59$) дури и кај земјите со де факто режим на фиксен девизен курс. Имено, кај нив, во анализираниот период, можеме да забележиме многу мали депрецијации на истиот, но веројатно, токму тие промени влијаат врз агентите постојано да стравуваат од идно остро депрецирање/девалвација на номиналниот девизен курс. Сепак, не траба да заборавиме дека станува збор за земји кои долго време имаат режим на фиксен девизен курс, период после кој многумина очекуваат промени. На ваквиот показател на недоверба

¹⁹¹Негативната врска произлегува од британскиот начин на изразување на девизниот курс.

кон остварувањето на целите на монетарните политики можеме да го додадеме и статистички значајното влијание на промената на реалниот девизен курс.

Во оваа група на фактори, референтната каматна стапка, индексот на интервенции и коефициентот на покриеност на увозот со девизните резерви не покажаа статистички значаен ефект врз кредитите во странски валути. На крајот, од контролните фактори ќе го споменеме и коефициентот на валутната супституција во земјата како варијабла која, иако неробусна, покажа значајност (со доверба $p > 0.010$), како сигнал дека, доколку ги имавме сите податоци за депозитите во странски валути за земјите кои ги анализираме, тие би биле значаен фактор којшто влијае врз кредитите во странски валути.

4.6 Можности за намалување на доларизација (евроизацијата) – процес на де-евроизација

Академските економисти, монетарните власти, па дури и рејтинг-агенциите, заради сознанието за постоење на инхерентен ризик поврзан со кредитната евроизација, постојано ја следат динамиката на раст на овие средства низ цела Европа. Сепак, и покрај бројните истражувања кои ја потврдуваат врската на кредитната евроизација и настанувањето на финансиска нестабилност, до 2011 година не можеме да посведочиме на успех во подигнувањето на свеста за земјите да преземаат мерки околу тоа. Едно можно објаснување за таквото однесување на макроекономските политики е дека до последната финансиска криза, тие инхерентни ризици во ниту една земја не се материјализираа. Денес, можеме да забележиме дека со настанувањето на кризата и негативните движења на девизните курсеви, овие ризици се навистина големи. Оние земји што имаа флексибилни девизни курсеви забележаа значителни депрецијации на нивните валути (Fitch Ratings, 2009; IMF, 2010), во некои земји и до 28% во однос на еврото и 33% во однос на швајцарскиот франк, за периодот од јуни 2008 година до април 2009 година. Разбирливо, заради ниската вредност на валутите значително се зголеми товарот на долгот деноминиран во странски валути.

Овие загуби би можеле да ги уочиме и низ билансите на банките на овие земји. Имено, само за периодот од 2008 до 2010 година, најголемите австриски банки ги

зголемија резерваците од 127% до 370%.¹⁹² Токму овие банки имаат многу големо учество во банкарските сектори низ целиот регион на ЦЈЕ. Ова особено се однесува за овие банки кои имаат свои филијали во Украина, Русија, Унгарија и во Србија.

Во продолжение, ако сакаме да ги сублимираме сите академски анализи кои се занимаваат со прашањето на евроизацијата, би заклучиле дека денес една финансиски евроизирана земја би требала да одбере помеѓу два екстрема: официјална евроизација или де-евроизација. Во тие насоки, според литературата, носителите на макроекономските политики треба да одговорат на следниве прашања:

- Колкаво е знаењето за причините и динамиката на де факто евроизацијата во нивната земја?
- Кои се нивните клучни стратегиски опции? Дали земјата треба...
 - Агресивно да влијае врз де-евроизацијата и, ако да, дали тоа треба да се спроведе преку влијаење врз причините или директно врз самата финансиска евроизација?
 - Да ја прифатат евроизацијата, при што ќе усвојат политики за лимитирање на нејзините негативни страни?
 - Да престанат со тој процес и земјата официјално да се евроизира?

Вака поставени, прашањата со себе носат дилеми околу тоа: (1) како и колку агресивно една земја може да се де-евроизира; (2), каква монетарна политика да води една земја која е евроизирана (и како да го елиминира стравот од флукутирање); (3) кои реформи треба да ги спроведува; и, (4) како да ги развие националните пазари.

Аспектите поврзани со прифаќањето на една резервна валута како единствена ги сублимираме во првите две глави од овој труд. Оттука, во продолжение на овој дел би се задржале на процесот на де-евроизација (доларизација) во една земја. Со тоа, би сакале да најдеме одговор на првото прашање. Она што би сакале да го потенцираме, пред да покажеме кои се искуствата на земјите во регионот, е дека преовладувачката струја блиска до идејата за намалување на степенот на финансиската евроизација во една земја, сепак, истакнува дека во процесот на де-евроизација треба да се избегнуваат директните мерките.

¹⁹²Reiffeisen Bank International, Erste Bank, за првиот квартал во 2009 година.

Една таква мерка е забраната на девизното кредитирање. Имајќи ја предвид врската помеѓу економскиот раст и растот на банкарската активност, ваквите мерки лесно би можеле да предизвикаат нарушување на растот на кредитниот пазар. Оттука, како што веќе спомнавме, носителите на економските политики кои сакаат да спроведат процес на де-доларизација мораат да ги знаат факторите коишто влијаат врз појавата на евроизацијата/доларизацијата.

Меѓутоа, веројатно во трката со времето, денес можеме да забележиме мерки кои не ги следат препораките на академската дебата. Така, на пример, во декември 2009 година, Унгарија вовеле нови правила со кои се бара домаќинствата да имаат поголеми капацитети за сервисирање на долгот. Тоа значи дека, во иднина, за клиентите кои бараат кредит деноминиран во странска валута, банките треба да обезбедат хипотеки со вредност повисока од самиот кредит. Со тоа, банките практично престанаа да одобруваат кредити деноминирани во швајцарски франци. Пред оваа мерка, во 2008 година, Унгарија го забрани одобрувањето кредити во странски валути на домаќинствата, а во почетокот на 2009 година, постави построги критериуми за исправка на вредноста на кредитите во странски валути на корпоративниот сектор.

Слични мерки за построга регулација на одобрувањето и оштетувањето на кредитите во странски валути донесоа и Украина,¹⁹³ Турција,¹⁹⁴ Полска,¹⁹⁵ Романија,¹⁹⁶ Казахстан, па дури и Европската комисија. Таа побарала во земјите во рамките на Европската унија да ги зголемат барањата на регулаторите кои се однесуваат за незаштитените обврски во странски валути. Препораките од Комисијата во најголем дел се однесувале на заострување на макропрudentните и капитални барања. Така, во 2008 година, Erste Bank од Австрија го запре одобрувањето на кредити деноминирани во швајцарски франци во Австрија и во Унгарија. Слични мерки вовеле и за кредитите деноминирани во евра, особено намалувајќи ги истите кон секторот на домаќинствата. Швајцарските банки мораа да ги ревидираат нивните кредитни политики во балтичките земји. На крајот, и Хрватска, исто така, презеде одредени мерки за намалување на финансиската евроизација во економијата.

¹⁹³ Централната банка во октомври 2008 година ги забрани кредитите во странски валути кои би се одобрувале на клиенти без можности за заштита од девизниот ризик.

¹⁹⁴ Централната банка во јуни 2009 година ги забрани кредитите во странски валути кои би се одобрувале на домаќинствата.

¹⁹⁵ Полска побара повисоки стапки за исправка на вредноста на кредитите одобрени во странски валути.

¹⁹⁶ Вовеле строги односи на коефициентот кредит/вредност.

Во процесот на идентификација на мерките за успешно спроведување на де-евроизацијата, како во истражувањето на оваа глава, централно место заземаат токму детерминантите на финансиската евроизација. Имено, доколку точно знаеме кои се факторите коишто влијаат позитивно врз процесот на евроизацијата, полесно ќе може да ги утврдиме монетарните политики кои би влијаеле превентивно врз трошоците кои таа ги носи со себе, но и оние политики кои би влијаеле врз ползувањето на користите од неа. Дополнително на тоа, со познавањето на детерминантите кои влијаат врз проширувањето на процесот на евроизацијата ќе можеме да усвоиме мерки со кои би влијаеле врз нејзиното намалување.

Мерките коишто ги преземаат земјите во последните неколку години се доказ за активна стратегија за де-еврозирање. Меѓутоа, сите случаи заедно не би можеле да ни го дадат точниот рецепт за еден де-евроизатор. Всушност, многу полесно можеме да прифатиме дека таквата стратегија со себе носи несигурност и мора да биде анализирана во поширок макроекономски контекст. Оттука, во земјите во кои макроекономските политики и/или институционалната рамка се слаби, процесот на де-доларизацијата многу повеќе би изгледал на борба со последиците отколку со самите причини за неа (Ize и Levy-Yeyati, 2005). Имено, овој процес би требало да го преземаат земјите кај кои евроизацијата постои паралелно со стабилни и економски политики кои уживаат голема доверба. Затоа, сè додека главите причини за евроизацијата се наоѓаат кај неконзистентните макроекономски политики, нејзиното намалување нема да се случи преку спроведување на пазарни мерки.¹⁹⁷ Впрочем, постојат мал број земји кои вложиле многу напори за намалување на евроизацијата преку спроведување добри пазарни политики за де-евроизација, кои би влијаеле врз намалувањето на стравот од флукутирање на девизниот курс и би ги развиле локалните пазари¹⁹⁸ и пазарите на финансиски деривативи (Reinchart et al., 2003; Galindo и Leiderman, 2005).

Во продолжение на оваа точка, ќе елаборираме неколку истражувања на автори кои се занимавале со утврдувањето на факторите на финансиската евроизација во земјите од ЦЈЕ, а кои покажуваат колку, всушност, е важна довербата кон валутата во која агентите ги пласираат своите средства. Од него, на крајот ќе се обидеме да дадеме рамка за успешно спроведување на процесот на де-евроизација. Имено, Dvorsky et al.

¹⁹⁷Поставување на регулатива за целосно интренализирање на ризиците преку која ќе се остави простор за дејствување на монетарната политика; и промовирање на инструменти во домашната валута.

¹⁹⁸Во домашна валута.

(2008), спровеле анкета за поседувањето на странски валути од страна на економските агенти, во земјите од ЦЈЕ. Резултатите, добиени од примерокот на 11 земји, покажуваат дека еврото доминира во деноминирањето на средствата (депозити и кредити). Меѓу преостанатите фактори, тоа би можело да се поврзе и со довербата која еврото ја ужива кај населението од овие земји. Со тоа, испитаниците во Југоисточна Европа потврдуваат дека еврото за нив претставува средство за чување на вредноста и сигурноста. Од друга страна, пак, мотивите за евроизација кај земјите од Централна и Источна Европа се поврзуваат и со мотивите за вршење на трансакциите надвор од својата земја. Заради тоа, факторите за евроизација кај земјите од Југоисточна Европа би можеле да ги поврземе и со теоријата за супституцијата на средствата, што не е случај кај другата група на земји.

Од друга страна, Beckmann et al. (2011), имајќи ги предвид резултатите од претходните истражувања,¹⁹⁹ во својата нова анализа, ги испитуваат ефектите од должничката криза во еврозоната врз степенот на доверба кон еврото. Оваа анализа покажува дека, и покрај очекувањата за намалувањето на довербата кон еврото, населението во овие земји сè уште ужива повеќе доверба во него, отколку домашните валути. Агрегатните податоци за валутната структура на депозитите покажуваат дека нивната евроизација го задржа стабилното ниво во сите земји од Централна, Источна и Југоисточна Европа. Токму тоа можеме да го видиме од во прилог број 3, каде до 2011 година, финансиската евроизација ја задржува својата доминација. Сепак, тука сакаме да споменеме дека, почнувајќи во 2011 година, кај сите земји од примерокот на анализата се забележува намалување на кредитната евроизација. Дел од таквата тенденција е резултат на директните мерки на монетарните власти, но и зголемувањето на претпазливоста на банките во одобрувањето на новите кредити. На крајот, висината на учеството на финансиската евроизација кај сите земји сè уште е голема, што би можело да биде резултат на високиот степен на перзистентност на оваа појава. Токму хистерезата на евроизацијата се поврзува со недовербата кон економските политики во земјите.

Како аргумент на тоа, Scheiber и Stix (2009), имаат спроведено анализа за понудата на средства деноминирани во странски валути со помош на податоци прибрани од анкетираниите домаќинства во 11 земји во Југоисточна Европа, преку која

¹⁹⁹ Beckmann, Dvorsky и Scheiber (2010).

имаат можност за добивање на поголема перспектива од онаа во која се користат агрегатните макроекономски податоци. Со оваа анализа, тие истакнуваат дека на учесниците на домашните пазари многу им се важни политиките кои ги спроведуваат монетарната и финансиската регулација. Во неа, тие потврдуваат дека постојат дополнителни три фактори на финансиската евроизација, различни од оние наведени кај Zettelmeyer et al. (2010): недоверба кон банкарските институции, мала достапност на банкарските услуги (анг. „under banking“) и големо учество на девизните во трансакциите. Во нивната анализа, тие покажуваат дека доколку се има предвид сегашната состојба на финансиските институции, историски нестабилното движење на инфлацијата и девалвациите на валутата нема значајно да влијаат врз степенот на депозитната евроизација. Меѓутоа, минатите неповолни настани во банкарскиот сектор имаат влијание врз оваа појава, а тоа се случува дури и во услови на враќање на довербата во банките. Така, овие автори докажуваат дека историските движења на стапката на инфлацијата имаат влијание врз степенот на финансиска евроизација, меѓутоа, кога таа е елемент за мерење на приносите на средствата кои агентите ги вклучуваат во своите портфолија.

Дополнително, Isakova (2010), истакнува дека слабите финансиски институции и периодите на високи стапки на инфлација се главните фактори коишто влијаеле врз зголемувањето на процесот на *валутната супституција* во земјите од Централна Азија. Исто така, таа истакнува дека процесот на де-доларизација мора да се базира на понатамошно стабилизирање на економијата преку што ќе се стабилизираат и цените и девизниот курс. Тука, се напонува дека развојот на финансискиот сектор, кој ќе обезбеди нови финансиски инструменти и поголема доверба кон институциите, е фактор за намалување на валутната супституција.

На другата страна, Stix (2008), анализира зошто населението продолжува да чува средства во странски валути, и покрај тоа што економиите во кои живеат се стабилизирани. Во истражувањето за Хрватска, Словенија и за Словачка, се потврдуваат резултатите дека ефектите на отвореност на економијата и трансферите имаат силна улога во процесот на евроизација на економијата. Ова истражување пронаоѓа позитивна врска помеѓу нивото на доход, образованието и возраста²⁰⁰ на населението, додека таква врска не може да се потврди за очекуваното ниво на

²⁰⁰(колку се постари лицата, толку држат повеќе странски валути).

инфлација или промените на девизниот курс. Заради тоа, во процесот на избор на валутата на депозитите, голема улога се дава на банкарскиот систем. Со тоа, можеме да заклучиме дека ова истражување уште еднаш ја истакнува теоријата која тврди дека историските настани се клучни во „перзистентноста“ на финансиската евроизација.

Rainer и Haiss (2010), во своето истражување, наведуваат дека централните банки, кои имаат намера да го намалат степенот на евроизација, треба да влијаат врз намалувањето на депозитната евроизација. Сепак, тука ќе споменеме дека и овие автори, како и во претходните два труда, истакнуваат дека намалувањето на депозитната евроизација во одредени земји во практика се покажало како многу тешко за остварување. Тоа е така особено во земјите во кои таа е резултат на лоши минати искуства или структурни економски фактори.

Zettelmeyer et al. (2010), предлагаат конкретни мерки кои би можеле властите од земјите во Југоисточна Европа да ги преземаат заради намалување на кредитната евроизација. Нивните препораки се засноваат на пристапот до различните чинители на кредитната евроизација во различните земји, а ги користат позитивните искуства од латино-американските²⁰¹ земји кои во последните четиринаесет години спроведуваат политики за де-доларизација на своите економии.

Анализата на мерките за намалување на кредитната евроизација во земјите од Југоисточна Европа можеме грубо да ги поделиме на: (1) реформи на макроекономските политики и институции, (2) развој на инструментите деноминирани во домашна валута на пазарот на пари и пазарот на капитал, (3) зголемување на цената на странските извори на финансирање, и (4) воспоставување на адекватно ниво на адекватни девизни резерви во однос на странските обврски на приватниот сектор.

²⁰¹ Процесот на де-доларизација во земјите од Латинска Америка опфаќа пет економски и политички настани: Прво, како што видовме, кредитната евроизација во сите земји од овој регион предизвика многу остри рецесии. Второ, по настанувањето на овие кризи, сите земји (освен Еквадор кој и официјално ја доларизираше својата економија) прифатија флексибилен девизен курс. Токму оваа мерка се смета за еден од значајните фактори на де-доларизацијата во овие земји.²⁰¹ Трето, заедно со усвојувањето на флексибилен девизен курс, освен Аргентина, сите преостанати земји прифатија политика на таргетирање на инфлацијата, а во некои земји дури се усвоија и одредени фискални ограничувања. Со тоа, монетарните политики, покрај намерата да влијаат врз намалувањето на промените на девизниот курс, сакаа да покажат дека тие се залагаат и за стабилно ниво на цените во земјите. Четврто, поголемиот дел од јавниот долг на земјите беше валутно реструктуриран преку издавање на долгорочни државни хартии од вредност деноминирани во домашните валути. На крајот, петтиот настан кој ја поттикна де-доларизацијата во овие земји е развојот на деривативните пазари, со кои се создаде можност за тргување на валутни и каматни финансиски деривативи.

Во таа насока, земјите кои имаат прифатено фиксен девизен курс или валутен одбор, не само што би требало да преземат мерки за намалување на задолжувањето во странски валути, туку мора да продолжат со изградбата на веродостојни институции и развој на пазарите на финансиските инструменти во домашна валута. Zettelmeyer et al. (2010), исто така, предлагаат овие земји да обезбедат гаранции за адекватноста на девизните резерви преку однапред склучени аранжмани со ММФ или ЕЦБ, кои би ги штителе земјите од шпекулативни напади.

Покрај овие автори, во продолжение ќе ги истакнеме наодите кои Kokenye et al. (2010), ги образложуваат во својот труд. Во него, тие истакнуваат дека ниската стапка на инфлација и флексибилноста на номиналниот девизен курс се клучни за успешен процес на де-евроизација, меѓутоа, повторно, тој процес не е можен без „бонитетни“ мерки за финансиска регулација. Се разбира, тие мерки би можеле да бидат времени за периодот кој е потребен да се врати довербата кон домашната валута.

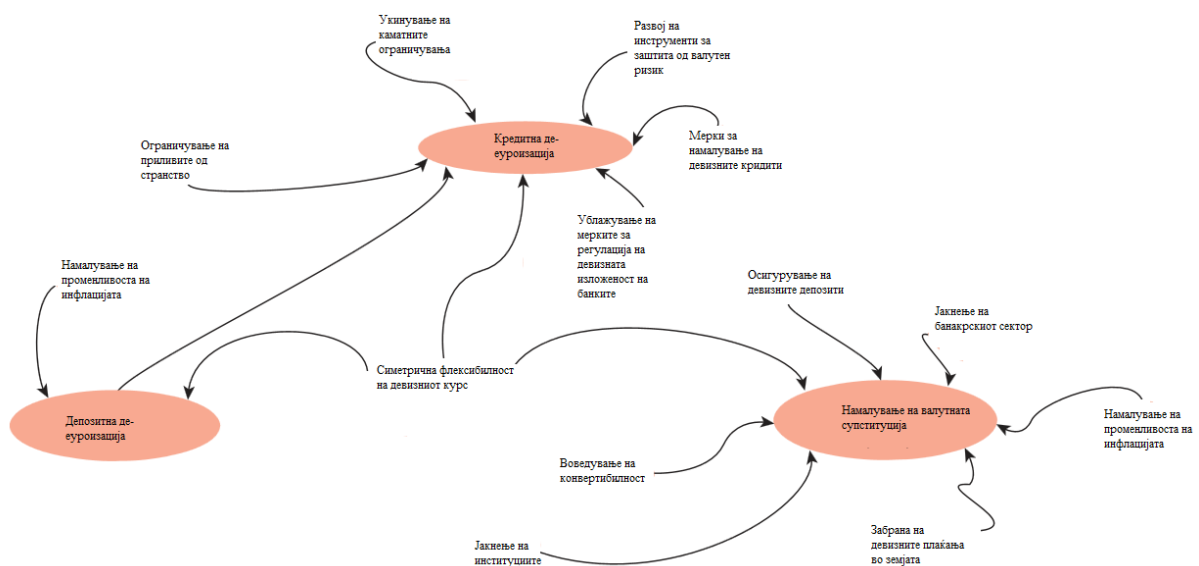
Покрај овие мерки, авторите уште еднаш ја потврдуваат улогата на флексибилниот девизен курс, заедно со: (1) воведување на редовни операции на монетарните власти заради стабилизација на кусорочните каматни стапки, (2) активно управување на јавниот долг и плаќањата од буџетот, во насока на зголемување на учеството на домашната валута, (3) воведување на даночни и платни мерки со кои би се фаворизирало користењето на домашната валута, (4) развој на финансиските инструменти со инфлацииска калузула, (5) развој на финансиски инструменти за заштита од валутниот ризик, (6) укинување на административните пречки за одредување на каматните стапки во банките, и (7) одземање на статусот за легално тргување на странската валута.

Како во некои од истражувањата елаборирани погоре, и во анализата на претходната точка од овој дел на трудот, откривањето на главните фактори за појавата на кредитната евроизација во земјите од примерокот би требало да даде одговор за тоа кои мерки се погодни за намалувањето на оваа појава. Ако имаме предвид дека најзначајни варијабли за појавата и постоењето на кредитната евроизација во земјите

кои ги анализираме беа висината на инфлацијата и депрецијацијата на девизниот курс, тогаш би можеле да се согласиме дека тие спаѓаат во првата група на земји.²⁰²

Оттука, процесот на намалување на евроизацијата треба да се заснова на: (1) зголемување на флексибилноста на девизниот курс; (2) изградба на силни и кредибилни макроекономски политики и институции, совесно управување на јавниот долг и развивање на локалните финансиски пазари; (3) да се намалат неизвесностите (на пример, да имаат склучено договор со ММФ); и (4) постојано присуство на прудентната регулатива со напомување на ризиците кои со себе ги носи евроизацијата.

Скица број 4.2. Фактори коишто влијаат врз намалување на валутната супституција, депозитната и кредитната де-евроизација



На крајот, имајќи ги предвид трошоците кои со себе ги носи високата стапка на евроизација, треба да имаме предвид дека, за агентите во економијата, токму оваа појава е начин за диверзифицирање на портфолиото во борбата со ризикот од девалвација. Таа може да биде резултат на глобализацијата и финансиските иновации, или, пак, да се појави како производ во еволуцијата на една економија. Со други зборови, обидите за де-евроизација на економијата треба да се направат само тогаш кога трошоците од евроизацијата се значителни.

²⁰² Постојат три групи на земји: земји со слаби институции, земји со разумно силни макроекономски институции и земји-членки на ЕУ и на ЕРМ.

ЗАКЛУЧОК

Улогата на финансиската доларизација во земјите во развој и подем е многу голема. Интересот за неа расте уште повеќе ако знаеме дека таа истовремено може влијае врз зголемување на растот на економиите, но врз процесот на настанување и продлабочување на последиците од финансиските кризи. Постојат бројни користи кои финансиската доларизација со себе ги носи за една земја, меѓутоа литературата ја интересираа токму трошоците од неа. Така, во услови на висок степен на финансиската доларизација земјите имаат намалени можности за употреба на монетарните инструменти, а преку таквата оневозможност тие лесно можат да западнат во економски и финансиски потешкотии. Дополнително на тоа затоа што кога се зборува за финансиската доларизација се мисли на мали и отворени економии, токму оваа појава влијае врз брзото пренесување на меѓународните финансиски нарушувања.

Главните заклучоци до кои доаѓаат истражувањата вклучени во дисертацијата можеме да ги поделиме во две групи. Едната се однесува на главните трошоци и користи кои за една земја ги носи финансиската доларизација, додека другата група ги опфаќа препораките за носителите на макроекономските политики во земјите со висок степен на финансиска доларизација.

1. А. Користите и трошоците на целосната доларизација се предмет на анализа и истражувања на многубројни автори. Еден преглед на ефектите од доларизацијата во една економија е прикажан во истражувањето на Salvatore (2003). Во него, користите кои официјалната доларизација ги носи за една земја се:

- Намалување на трошоците поврзани со размената. Оваа појава ја елаборира познатата теорија на оптимални валутни подрачја, според која постои можност за стекнување со дополнителни добивки доколку се постигне унификација на девизните курсеви, но во рамките на еден договор за слободна трговија. На примерот на банките, употреба на заедничка валута значи и намалување на резервите во странски валути.

- Синхронизирани стапки на инфлација и камати со оние на земјата која ја издава валутата. Како резултат на тоа, земјите можат да остварат поголеми стапки на заштеди и инвестиции.

Имено, самиот факт за елиминација на непредвидливите промени на девизниот курс, за инвеститорите значи намалување на неизвесноста и зголемување на капиталните приливи. Токму тоа повисоко ниво на доверба од страна на инвеститорите ќе влијае врз намалувањето на премиите на меѓународното задолжување, што за економијата би значело намалување на фискалните трошоци и промоција на инвестициите и растот (Berg и Borensztein, 2000).

- Отстранување на можноста за инфлациско финансирање на владите. Со ова се зголемува фискалната дисциплина, а се унапредува и транспарентноста на нејзиното работење. Носителите на извршната власт се оддалечуваат од можностите на злоупотреба на приходите од сењоражот. Со тоа, даночната стапка станува единствената алатка за генерирање на буџетски приходи. Конечно, владите во овие земји се изложени на поголема контрола од јавноста.

- Продлабочување на финансиската интеграција со остатокот на светот преку постоењето на еднаков третман на странските банки со домашните. Со тоа директно се влијае врз развојот на финансискиот сектор.

Аргументите поврзани со ова тврдење истакнуваат дека во случајот кога една земја е доларизирана нејзината финансиска ранливост, предизвикана од променливоста на реалните каматни стапки и реалниот девизен курс, ќе биде намалена. Намалената финансиска ранливост ќе влијае врз намалувањето на кредитниот ризик на целата економија, а со тоа и врз поголем развој на финансискиот сектор.

На овие користи можеме да ја надоврземе и поголемата отпорност на валутните и платно-билансните кризи на земјите кои се доларизирани (Echingreen, 2000). Овие кризи инаку би ги зголемиле ризиците за банкрот на земјите и би донеле многу скапи шпекулативни напади врз неа. Имено, во случајот кога не постои домашната валута, не постои ниту можноста за нејзини големи депрецијации, а со тоа нема да се појават ниту ненадејните капитални одливи кои се мотивирани до стравот за девалвација. Но, доколку внимателно ги анализираме претходните четири предности, лесно можеме да го потврдиме и ова претходно споменатото, без притоа да го истакнуваме како посебна предност.

Овие користи, како што спомнавме погоре, најчесто се поврзуваат со официјалната или целосната доларизација, иако секој лесно може да препознае дека тие, но во помала мера, ќе се однесуваат и на неофицијалната, парцијалната доларизација. Во продолжение ќе ги споменеме и користите кои се однесуваат токму за неа.

- Во услови на високи стапки на инфлација, агентите во економијата ги заштитуваат реалните вредности на своите средства токму преку доларизацијата. Во таа насока, во земјата дури и да не е дозволено да се чуваат депозити во странски валути, агентите ќе ги поседуваат таквите валути, чувајќи ги „под перница“, или испраќајќи ги надвор од земјата (анг. „capital flight“). Со тоа, доколку властите дозволат поседување депозити во странски валути, многу веројатно ќе влијаат врз зголемување на финансиската интермедијација и вкупната диверзификација, слично како кај официјалната доларизација.

- Дозволувајќи ја парцијалната доларизација, земјата ги привлекува странските банки. Тие со себе ќе донесат дополнителни средства и нови финансиски производи, кои на крајот би резултирале со развој на финансиската структура и пораст на девизните резерви во земјата.

- Потребата, меѓутоа, и желбата за учество на меѓународните пазари на капитал влијаеле врз зголемувањето на нивото на финансиска доларизација во една земја. Дотолку повеќе, ваквиот процес се однесува на земјите во подем и развој кои се карактеризираат со ниски стапки на штедење, заради што шансата за повисоки стапки на економски раст мораат да ја бараат преку задолжувањето на меѓународните пазари. Токму таму, меѓународните инвеститори не се подготвени да го прифатат девизниот ризик и да вложат во валута различна од меѓународните резервни валути. Таквиот феномен, кога земјите не се во можност да се позајмуваат во домашната валута се нарекува „почетен грев“. Оваа појава, иако нужно зло, во почетокот носи само позитивни ефекти за земјите. Тие имаат пристап до надворешни извори на средства за финансирање на своите проекти за кои веруваат дека ќе придонесат за забрзување на економскиот раст.

- Следната позитивна карактеристика која ја носи финансиската доларизација со себе е „инстантното“ продлабочување на финансиската развиеност во земјата. Имено, се покажало дека земјата во која агентите прифаќаат најголемиот дел од нивните

средства да бидат деноминирани во странска валута, во неа агрегатното ниво на ризик се намалува. Тоа произлегува од намалувањето на агентскиот проблем, моралниот ризик, а како резултат на сигналот кој го испраќаат должниците за сериозноста во своите намери. На тоа, можеме да го додадеме и намалувањето на улогата на монетарната власт, која во земјите во развој и подем по правило ужива помала доверба. Токму големината на учеството на странските валути во деноминирањето на националните средства влијае врз намалувањето на улогата на позајмувач во крајна инстанца, која е главниот фактор за појавата на моралниот ризик во однесувањето на агентите. Намалената улога на монетарните власти се поврзува и со оневозможувањето на истите да ги финансираат јавите расходи, преку што повторно се намалува ризикот од пораст на ценовното ниво во земјата.

1. Б. Сепак, доларизацијата не носи само користи. Покрај добрите страни, целосната доларизација за земјите носи и одредени трошоци, кои ги наведуваме според Levy-Yeyati и Sturzenegger (2003), но тие се сретнуваат и кај поголемиот дел од авторите кои го истражуваат овој феномен:

- Замената на домашната валута на земјата со онаа на некоја друга економија, значи откажување од сењоражот.

- Во земјите кои се официјално доларизирани, централните банки немаат контрола врз монетарната и политиката на девизниот курс. Оттука, монетарната политика целосно ја води некоја друга монетарна власт. Со тоа, земјата се соочува со истиот девизен курс и монетарна политика како оние на земјата чија валута ја користи.

- Централната банка ја губи улогата на позајмувач во крајна инстанца. Таквата позиција на банката значи дека во иднина, во неповолни финансиски услови, таа нема да биде во можност да спроведува пакети за спасување на банките во домашниот банкарски сектор.

Тука, како фактор кој оди против прифаќањето на странска валута од страна на една земја, би можеле да го додадеме и фактот дека слабата домашна валута претставува заштита против странската конкуренција (Hinds, 2006). Но, спроведувањето на политиката на потценување на домашната валута заради зголемување на извозот, во многу земји во развој и подем, особено оние што се мали,

во некоја смисла значи дека таа се откажува од учеството на меѓународните пазари на капитал. Таквата идеја, една земја да се изолира од меѓународниот пазар на пари, е најблаго речено нереална и надвор од сите заклучоци во модерната економска мисла.

Како аргумент против барањето за девалвација на националната валута заради зголемување на конкурентноста би можеле да ги истакнеме следниве примери. Прво, емпириски е докажано дека девалвациите можат да бидат контракциони (како во анализите кои започнуваат со онаа на Edwards (1989)). На ова тврдење ќе го додадеме и фактот со кој се потврдува дека во кризата која ги зафати земјите од Латинска Америка, ниту една не успеа да ја избегне депресијата, без оглед на тоа колкави депрецијации направија на нивните валути. Дополнително на тоа е и постоењето на високо ниво на каматни стапки кај земјите кои започнале со девалвација на своите валути, со што повторно се нарушува конкурентноста на пазарите.

Второ, девалвацијата е особено бескорисна кога економскиот шок доаѓа од капиталната сметка (на билансот на плаќање). Имено, земјите во подем кои се соочуваат со тешкотии предизвикани од надворешните шокови, исто така, се соочуваат и со високи каматни стапки (Calvo, 1998). Ваквата ситуација уште повеќе доаѓа до израз кога земја е доларизирана, а девалвацијата лесно може да испровоцира масовни банкротства кои би значеле и високи социјални нереди.

Што се однесува до делумната доларизација, покрај погоре споменатите негативни ефекти, би истакнале и еден многу силен предизвик со кој земјите можат да се соочат:

- Во земјите кои се високодоларизирани постои висок степен на „скриен-инхерентен“ кредитен ризик. Преземајќи чекори во заштита од девизниот ризик, банките и преостанатите небанкарски учесници во економијата деноминираат поголем дел од своите средства во странска валута. Со тоа, нивните биланси се валутно урамнотежени, или без ризик од промените на девизниот курс. Меѓутоа, доколку носителите на економските политики одлучат да ги ублажат ефектите од некој економски шок, преку девалвација на домашната валута, овој скриен кредитен ризик ќе „еруптира“. Со девалвацијата, економските субјекти кои поседуваат доларизирани обврски, веднаш ќе мора да најдат дополнителни средства за да го исплатат зголемениот долг во странска валута. Тоа особено доаѓа до израз кога заедно со

мерката за обезвреднување на домашната валута, земјата презема и други мерки, како воведување на капитални контроли. Така, изворот за обезбедување на странски валути од страна на агентите во економијата повеќе нема да постои, што на крајот ќе резултира со неможност за плаќање на обврските во странство и дома. Таквата тенденција за економијата значи масовни банкротства или зголемување на кредитниот ризик.

- Високата зависност од странските капитални приливи може да предизвика големи финансиски нарушувања при евентуално ненадејно нивно повлекување. Таквата ситуација беше случај во повеќето земји во минатите епизоди од латинско-американската криза, азиската криза или кризата во Русија. Некои автори откриваат дека сличен феномен се случи и во последната криза. Иако кризата во поголем дел се однесува на земјите во Европа кои се целосно евроизирани, лесно можеме да заклучиме дека намалувањето на ликвидноста на меѓународниот пазар на капитал во рамките на еврозоната ги продлабочи негативните трендови на макроекономските варијабли.

2. Втората група, токму се однесува на трошок кој финансиската доларизација го носи со себе, а е поврзан со скриениот кредитен ризик. Имено, земјите во кои таа е високо застапена, мораат постојано да водат стабилни макроекономски политики, заради зголемување на довербата кон нив. Анализата на депозитната и кредитната евроизација токму тоа и го покажува.

- Депозитната евроизација упатува на фактот дека агентите имаат многу мала доверба кон макроекономските политики на земјата. Во такви услови, дури и долгогодишното стабилно ниво на основните економски параметри (инфлација и девизен курс), не успева да ја промени валутната структура на депозитите и да ја врати довербата кон домашната валута. Всушност, агентите во своето рационарање како најсигурен (со низок валутен и кредитен ризик) инструмент за инвестирање, имајќи голема доверба кон странската централна банка, ја прифаќаат странската валута.

- Ако сигналот на високо ниво на депозитна евроизација е недоверба кон економските политики, тогаш можеби е време да го исползуваме другиот агол на Манделевиот триаголник и ги ослободиме капиталните текови. Мораме да споменеме дека токму ограничувањето на капиталните текови во очите на меѓународните инвеститори внесува сомнеж и страв дека во иднина нивните вложени средства би можеле да бидат „заробени“. Со тоа не само што тешко можете да ја изградите

довербата во рамките на домашната економија, туку јазот се продлабочува и на меѓународен план. Покрај зголемувањето на довербата, домашната економија би можела да ги исползува сите преостанати позитивни ефекти кои доаѓаат со меѓународните капитални текови.

- Врската помеѓу кредитната евроизација и факторите кои дисертацијата (во четвртата глава) ги анализира е издвоена во три модели, во кои се издвоени сигнификантните и робуси варијабли, со независно променливите: промените на цените на мало, девизниот курс (реален и номинален), степенот на отвореност на земјата и нивото на развиеност на пазарите на капитал, кај сите три групи на земји. Преку нив, директно се покажува дека главните причини за појавата на кредитната евроизација во овие земји можеме да ги најдеме во главните макроекономски политики и неразвиените пазари на капитал во локални валути.

- Анализата упатува на тоа дека, инвеститорите во земјата најмногу стравуваат од неочекувано и неконтролирано движење на цените и девизниот курс. Притоа, секоја своја инвестиција сакаат да ја заштитат од ризиците на промена на вредноста преку деноминирање во странски валути. Оттука, носителите на макроекономските политики во земји кои се отворени и мали мора да најдат начин за намалувањето на неизвесноста поврзана со цените на мало и девизниот курс во иднина. Зголемувањето на кредибилитетот ќе влијае врз зголемувањето на довербата на домашната валута и намалување на средствата деноминирани во странски валути. Во литературата постојат две струи поврзани со намалувањето на неизвесноста во економиите. Едната е земјата целосно да ја прифати странската валута, при што веднаш ќе ја исползува довербата која таа ја ужива и позитивно влијае врз фискалниот монетарниот и финансискиот сектор во целост. Преку официјалната доларизација земјите ќе добијат развиени локални пазари, полесен пристап до меѓународните средства и зголемена доверба во економските политики кои ги води. На другата страна се ставовите кои упатуваат на остра де-доларизација на земјите. Во нив се тврди дека земјата која нема да го има притисокот на средствата деноминирани во странски валути во сојата економија, полено ќе може да ги спроведува своите политики за зголемување на благосостојбата.

- Дополнително на тоа, имајќи предвид дека земјите кои се опфатени во анализата се мали и отворени, нивните економии како високо увозно зависни се особено чувствителни на промената на девизниот курс. Оттука, ризикот од намалувањето на

конкурентноста (домашна и меѓународна) на агентите може да се намали преку деноминацијата на средствата и обврските. Од тие причини, а заради зголемување на учеството на домашната валута во економијата, потребно е да се најде механизам за зголемување на инструментите за заштита од ризик, особено девизниот, преку развој на финансискиот систем. Во таа насока, земјите треба да спроведуваат мерки за стимулирање на пазарите на капитал, кои би нуделе финансиски инструменти достојни за замена на основниот инструмент за чување на вредноста (депозитите), како и инструменти кои би обезбедиле заштита од девизниот ризик (деривативите).

- На крајот, процесот на де-евроизација во земјите од Централна и Југоисточна Европа треба да биде проследен со зголемување на видовите на инструменти за заштита од девизниот ризик; зголемување на видовите на инструменти за инвестирање на долг рок; водење политики за зголемување на степенот на развиеност на пазарите на капитал; како и воспоставување механизам за зголемена контрола, транспарентност и прецизност во спроведувањето на економските политики, особено на долг рок, со што би се зголемила довербата (на домашните и меѓународни пазари) кон нив.

- Во тој правец потребно е да се изврши мерење на користите од режимот на девизен курс кој земјите го водат. Тоа дополнително доаѓа до израз ако знаеме дека земјите кои се високо доларизирани се истовремено и земји кои водат режим на фиксен девизен курс. Токму таа комбинација уште повеќе ја доведува до прашање независноста и слободата на монетарните власти, кои како главни цели ги имаат стабилноста на финансискиот сектор, растот на економијата и вработеноста. Токму тоа е и главниот предизвик: како во услови на висок степен на доларизација земјите да ја зголемат довербата на агентите за стабилно ниво на цените, девизниот курс и главните макроекономски политики.

БИБЛИОГРАФИЈА

- Aghion, P., Bacchetta, P., Banerjee, A., 2004. A corporate balance-sheet approach to currency crises. *Journal of Economic theory* 119, 6–30.
- Aghion, P., Bolton, P., 1997. A theory of trickle-down growth and development. *The Review of Economic Studies* 64, 151–172.
- Aghion, P., Comin, D., Howitt, P., 2006. When does domestic saving matter for economic growth? National Bureau of Economic Research.
- Aghion, P., Griffith, R., 2008. Competition and growth: reconciling theory and evidence.
- Aizenman, J., 2008. Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture. *The Manchester School* 76, 487–503.
- Aizenman, J., Glick, R., 2008. Pegged Exchange Rate Regimes—A Trap? *Journal of Money, Credit and Banking* 40, 817–835.
- Aizenman, J., Glick, R., 2009. Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*. *International Finance* 12, 351–386.
- Aizenman, J., Hutchison, M., Noy, I., 2011. Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets. *World Development* 39, 712–724.
- Akerlof, G.A., 1991. Procrastination and obedience. *American Economic Review* 81, 1–19.
- Alesina, A., Barro, R.J., 2001. Dollarization. *American Economic Review* 381–385.
- Alesina, A., Perotti, R., 1996. Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic effects. National bureau of economic research.
- Allen, F., Gale, D., 2000. Optimal currency crises, in: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Elsevier, pp. 177–230.
- Angeloni, I., Bénassy-Quéré, A., Carton, B., Darvas, Z.M., Destais, C., Pisani-Ferry, J., Sapir, A., Vallée, S., 2011. Global currencies for tomorrow: a European perspective. European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- Arellano, C., Heathcote, J., 2010. Dollarization and financial integration. *Journal of Economic Theory* 145, 944–973.
- Arora, V., Cerisola, M., 2001. How does US monetary policy influence sovereign spreads in emerging markets? *IMF Staff papers* 48, 474–498.
- Arteta, C., 2002. Exchange rate regimes and financial dollarization: does flexibility reduce bank currency mismatches?
- Arteta, C., 2003. Are financially dollarized countries more prone to costly crises? Board of Governors of the Federal Reserve System.

- Arteta, C., Eichengreen, B., 2002. Banking crises in emerging markets: Presumptions and evidence. *Financial Policies in Emerging Markets* (ed. by M. Blejer, M. Skreb).
- Arteta, C., Eichengreen, B., Wyplosz, C., 2001. On the growth effects of capital account liberalization. unpublished.
- Arteta, C., Hale, G., 2008a. Sovereign debt crises and credit to the private sector. *Journal of International Economics* 74, 53–69.
- Arteta, C., Hale, G., 2008b. Sovereign debt crises and credit to the private sector. *Journal of International Economics* 74, 53–69.
- Arteta, C.Ó., 2002. *Dollarization of Banking, Financial Stability and Financial Liberalization*. University of California, Berkeley.
- Arzu, U., Kan, E.Ö., n.d. *Financial dollarization and Financial Fragility: The Experience of Developing Countries*.
- Aspachs-Bracons, O., Rabanal, P., 2010. The drivers of housing cycles in Spain. *SERIEs* 1, 101–130.
- Atesoglu, H.S., 2003. Monetary transmission–federal funds rate and prime rate. *Journal of Post Keynesian Economics* 26, 357–362.
- Aydin, B., 2008. Banking structure and credit growth in Central and Eastern European countries. *International Monetary Fund*.
- Backus, D.K., Kehoe, P.J., 1989. On the denomination of government debt: a critique of the portfolio balance approach. *Journal of Monetary Economics* 23, 359–376.
- Bank Austria (2009) Annual Report 2008, http://www.bankaustria.at/informationpdfs/E_GB0809_final.pdf.
- Bank Austria (2009) Interim Report at 31 March 2009, http://www.bankaustria.at/informationpdfs/E_ZB1Q09_gesamt_final.pdf.
- Bahmani-Oskooee, M., Domac, I., 2003. On the Link between Dollarisation and Inflation: Evidence from Turkey. *Comparative Economic Studies* 45, 306–328.
- Barajas, A., Morales Bueno, A., 2003. Dollarization of liabilities: Beyond the usual suspects.
- Barth, J.R., Caprio, G., Levine, R., 2006. *Rethinking bank regulation: Till angels govern*. Cambridge University Press.
- Bartolini, L., Drazen, A., 1997. Capital account liberalization as a signal. *National bureau of economic research*.
- Basso, H.S., Calvo-Gonzalez, O., Jurgilas, M., 2011. Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates. *Journal of banking & finance* 35, 794–806.

- Baxter, M., Stockman, A.C., 1989. Business cycles and the exchange-rate regime: some international evidence. *Journal of monetary Economics* 23, 377–400.
- Beckmann, E., Dvorsky, S., Scheiber, T., 2011a. oeNB Euro Survey: Growing Uncertainty, but overall Euroization Not affected. *Focus on European Economic Integration* 88–99.
- Beckmann, E., Scheiber, T., Stix, H., 2011b. How the crisis affected foreign currency borrowing in CESEE: Microeconomic evidence and policy implications. *Focus on European Economic Integration Q* 1, 25–43.
- Bednarik, R., 2007. Loan Dollarization in V4 Countries.
- Begg, D.K., 1997. The design of EMU. *International Monetary Fund*.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., Lundblad, C., 2005. Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial economics* 77, 3–55.
- Bencivenga, V.R., Huybens, E., Smith, B.D., 2001. Dollarization and the Integration of International Capital Markets. *Journal of Money, Credit & Banking* (Ohio State University Press) 33.
- Benhima, K., 2012. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Liability Dollarization. *Open Economies Review* 23, 501–529.
- Berg, A., Borensztein, E., 2000. The pros and cons of full dollarization. *International Monetary Fund*.
- Berg, A., Ostry, J.D., Zettelmeyer, J., 2012. What makes growth sustained? *Journal of Development Economics* 98, 149–166.
- Bergstrand, J.H., Bundt, T.P., 1990. Currency substitution and monetary autonomy: the foreign demand for US demand deposits. *Journal of International Money and Finance* 9, 325–334.
- BIS (2008) Financial globalization and emerging market capital flows. *BIS Paper No. 44*. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44a.pdf>.
- Bhagwati, J., 1998. Capital Myth-The Difference between Trade in Widgets and Dollars, *The Foreign Aff.* 77, 7.
- Bobba, M., Della Corte, G., Powell, A., 2007. On the determinants of international currency choice: will the Euro dominate the world? Working paper//Inter-American Development Bank, Research Department.
- Bogetic, Z., 2000. Official dollarization: current experiences and issues. *Cato Journal* 20, 179–213.
- Bogetic, Z., 2002. Costs and Benefits of Unilateral Monetary Unions. *Montenegrin Economic Papers*.

- Bogoev, Jane (2011) What Drives Bank Lending in Domestic and Foreign Currency Loans in a Small Open Transition Economy with Fixed Exchange Rate? The Case of Macedonia, *Comparative Economic Studies*, Volume 53, Issue 2, 307-331.
- Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., Lang, M., 2009. The impact of the financial crisis and policy responses in Croatia. Working Paper W-22, Zagreb: Croatian National Bank.
- Bokor, L., Pellényi, G., 2005. Foreign currency denominated borrowing in central Europe: trends, factors and consequences. International Center for Economic Growth–European Center Opinion.
- Bokor, L., Pellényi, G., 2005. Foreign Currency Denominated Borrowing in Central Europe: Trends, Factors and Consequences, ICEG EC Opinion Nr. 5, February 2005. International Center for Economic Growth–European Center.
- Bolbol, A.A., 1999. Seigniorage, Dollarization and Public Debt: The Lebanese Civil War and Recovery Experience, 1982–97. *World Development* 27, 1861–1873.
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., Martinez-Peria, M.S., 2001. Is the crisis problem growing more severe? *Economic policy* 16, 51–82.
- Bordo, M.D., Eichengreen, B., Kim, J., 1998. Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today? National bureau of economic research.
- Bordo, M.D., Meissner, C.M., Stuckler, D., 2010. Foreign currency debt, financial crises and economic growth: A long-run view. *Journal of International Money and Finance* 29, 642–665.
- Borensztein, E., Yeyati, E.L., Panizza, U., 2006. Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Harvard Univ Pr.
- Broda, C., 2001. Coping with terms-of-trade shocks: pegs versus floats. *American Economic Review* 376–380.
- Broda, C., 2004. Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries. *Journal of International Economics* 63, 31–58.
- Broda, C., Yeyati, E.L., 2003. Dollarization and the Lender of Last Resort. *Dollarization* 101.
- Broda, C., Yeyati, E.L., 2006. Endogenous deposit dollarization. *Journal of Money, Credit and Banking* 963–988.
- Broner, F., Rigobon, R., 2004. Why are capital flows so much more volatile in emerging than in developed countries?
- Broner, F.A., Lorenzoni, G., Schmukler, S., 2004. Why do emerging markets borrow short term. World Bank Policy Research Working Paper 3389.

- Brown, M., Maurer, M.R., Pak, T., Tynaev, N., 2009. The impact of banking sector reform in a transition economy: Evidence from Kyrgyzstan. *Journal of Banking & Finance* 33, 1677–1687.
- Brzoza-Brzezina, M., Chmielewski, T., Niedźwiedzińska, J., 2007. Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?
- Buiter, W.H., 1998. The young person's guide to neutrality, price level indeterminacy, interest rate pegs, and fiscal theories of the price level. National Bureau of Economic Research.
- Bulow, J., Rogoff, K., 1991. Sovereign Debt repurchases: no cure for overhang. *The Quarterly Journal of Economics* 106, 1219–1235.
- Burdekin, R.C., 2008. Currency Boards vs. Dollarization: Lessons from the Cook Islands. *Cato J.* 28, 101.
- Burdekin, R.C., Siklos, P.L., 2008. What has driven Chinese monetary policy since 1990? Investigating the People's Bank's policy rule. *Journal of International Money and Finance* 27, 847–859.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., Rebelo, S., 2001. Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes. *European Economic Review* 45, 1151–1193.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., Rebelo, S., 2004. Government guarantees and self-fulfilling speculative attacks. *Journal of Economic Theory* 119, 31–63.
- Burnside, C., Eichenbaum, M., Rebelo, S., 2011a. Understanding booms and busts in housing markets. National Bureau of Economic Research.
- Burnside, C., Eichenbaum, M.S., Rebelo, S., 2011b. Carry trade and momentum in currency markets. National Bureau of Economic Research.
- Buti, M., Carnot, N., 2013. Fiscal policy in Europe: Searching for the right balance. VoxEU.org.
- Buti, M., Noord, P., 2004. Fiscal discretion and elections in the early years of EMU. *JCMS: Journal of Common Market Studies* 42, 737–756.
- Buti, M., Van den Noord, P., 2003. Discretionary fiscal policy and elections: The experience of the early years of EMU. OECD Publishing.
- Buti, M., Van den Noord, P., 2004. Fiscal policy in EMU: Rules, discretion and political incentives. Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- Caballero, R.J., Krishnamurthy, A., 2004. Smoothing sudden stops. *Journal of Economic Theory* 119, 104–127.

- Calomiris, C., 2009. *Banking Crises and the Rules of the Game*. National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G., 1988. Servicing the public debt: The role of expectations. *American Economic Review* 78, 647–661.
- Calvo, G., Guidotti, F., 1990. Optimal maturity of nominal government debt. mimeo, IMP.
- Calvo, G., Mishkin, F.S., 2003. The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G.A., 1998. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of applied Economics* 1.
- Calvo, G.A., 1999a. Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch.
- Calvo, G.A., 1999b. Testimony on full dollarization.
- Calvo, G.A., 2001. Capital Markets and the Exchange Rate. *Journal of Money, Credit & Banking* (Ohio State University Press) 33.
- Calvo, G.A., 2002. On dollarization. *Economics of Transition* 10, 393–403.
- Calvo, G.A., Gramont, C.A.V., 1992. Currency substitution in developing countries: an introduction. International Monetary Fund Washington, DC.
- Calvo, G.A., Guidotti, P.E., 1993. On the flexibility of monetary policy: the case of the optimal inflation tax. *The Review of Economic Studies* 60, 667–687.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A., Talvi, E., 2003. Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons. National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G.A., Reinhart, C.M., 2000. Fixing for your life. National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G.A., Reinhart, C.M., 2002. Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics* 117, 379–408.
- Calvo, G.A., Rodriguez, C.A., 1977. A model of exchange rate determination under currency substitution and rational expectations. *Journal of Political Economy* 85, 617–25.
- Calvo, G.A., Végh, C.A., 1992. IMF paper on policy analysis and assessment.
- Calvo, G.A., Végh, C.A., 1999. Inflation stabilization and BOP crises in developing countries. *Handbook of macroeconomics* 1, 1531–1614.
- Calvo, G.A., Wellisz, S., 1978. Supervision, loss of control, and the optimum size of the firm. *Journal of Political Economy* 86, 943–52.

- Caprio, G., Klingebiel, D., 2002. Episodes of systemic and borderline banking crises. *Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises*, World Bank Discussion Paper 428, 31–49.
- Cardarelli, R., Elekdag, S., Lall, S., 2009. Financial stress, downturns, and recoveries. International Monetary Fund.
- Caselli, P., 2001. Fiscal consolidation under fixed exchange rates. *European Economic Review* 45, 425–450.
- Céspedes, L.F., Chang, R., Velasco, A., 2000. Balance sheets and exchange rate policy. National bureau of economic research.
- Céspedes, L.F., Chang, R., Velasco, A., 2002. Is-lm-bp in the pampas. National Bureau of Economic Research.
- Chailloux, A., Ohnsorge, F., Vavra, D., 2010. Euroisation in Serbia. European Bank for Reconstruction and Development Working Paper.
- Chamon, M., Hausmann, R., 2005. Why do countries borrow the way they borrow? Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies 218–32.
- Chamon, M.M., Ostry, M.J.D., Ghosh, M.A.R., 2012. Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies in emerging market economies. International Monetary Fund.
- Chang, R., Velasco, A., 2000. Financial fragility and the exchange rate regime. *Journal of Economic Theory* 92, 1–34.
- Chang, R., Velasco, A., 2002. Dollarization: analytical issues. National Bureau of Economic Research.
- Chari, V.V., Kehoe, P., McGrattan, E.R., 2005. Sudden stops and output drops. National Bureau of Economic Research.
- Claessens, S., 1991. Balance of payments crises in an optimal portfolio model. *European Economic Review* 35, 81–101.
- Claessens, S., Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., 2010. Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis. *Economic Policy* 25, 267–293.
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., Moshirian, F., 2009a. Global financial crisis, risk analysis and risk measurement. *Journal of Banking & Finance* 33, 1949–1952.
- Claessens, S., Kose, M.A., Terrones, M.E., 2009b. What happens during recessions, crunches and busts? *Economic Policy* 24, 653–700.
- Claessens, S., Kose, M.A., Terrones, M.E., 2009c. What happens during recessions, crunches and busts? *Economic Policy* 24, 653–700.

- Claessens, S., Kose, M.M.A., 2013. *Financial Crises Explanations, Types, and Implications*. International Monetary Fund.
- Claessens, S., Laeven, L., 2004. What drives bank competition? Some international evidence. *Journal of Money, Credit and Banking* 563–583.
- Claessens, S., Van Horen, N., 2012. *Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability*. International Monetary Fund.
- Click, R.W., 1998. Seigniorage in a cross-section of countries. *Journal of Money, Credit and Banking* 154–171.
- Collier, R.B., Collier, D., 1991. *Shaping the political arena*. Princeton University Press Princeton.
- Collignon, S., Mundschenk, S., 1999. The sustainability of public debt in Europe. *Economia internazionale* 52, 101–160.
- Coricelli, F., Mucci, F., Revoltella, D., 2006. The “New Europe” household lending market. *Financial Development, Integration and Stability: Evidence from Central, Eastern and South-Eastern Europe* 277.
- Cowan, K., Do, Q.-T., 2003. *Financial dollarization and central bank credibility*. World Bank, Development Research Group, Poverty Team.
- Csajbók, A., Csermely, Á., 2002. Adopting the euro in Hungary: expected costs, benefits and timing. Magyar Nemzeti Bank (the central bank of Hungary).
- Csajbók, A., Hudecz, A., Tamási, B., 2010. Foreign currency borrowing of households in new EU member states. MNB Occasional Papers.
- Cuddington, J.T., Cuddington, J.T., 1983. Currency substitution, capital mobility and money demand. *Journal of International Money and Finance* 2, 111–133.
- Darvas, Z., Piasni-Ferry, J., Sapir, A., 2011. A comprehensive approach to the euro-area debt crisis.
- De Grauwe, P., 1996. Monetary union and convergence economics. *European Economic Review* 40, 1091–1101.
- De Gregorio, J., Guidotti, P.E., 1995. Financial development and economic growth. *World development* 23, 433–448.
- De Vries, C.G., Leuven, K.U., 1994. Stylized facts of nominal exchange rate returns.
- De Vries, J., 1994. The industrial revolution and the industrious revolution. *The Journal of Economic History* 54, 249–270.
- Delgado, F.L., Kanda, D.S., Casselle, G.M., Morales, R.A., 2002. Domestic lending in foreign currency. *Building Strong Banks Through Surveillance and Resolution* 40.

- Dell’Ariccia, G., 1998. Exchange Rate Fluctuations and Trade Flows-Evidence from the European Union. International Monetary Fund.
- Devereux, M.B., Engel, C., 2002. Exchange rate pass-through, exchange rate volatility, and exchange rate disconnect. *Journal of Monetary economics* 49, 913–940.
- Di Giovanni, J., Shambaugh, J.C., 2008. The impact of foreign interest rates on the economy: The role of the exchange rate regime. *Journal of International Economics* 74, 341–361.
- Diamond, D.W., Dybvig, P.H., 1983. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *The journal of political economy* 401–419.
- Dooley, M.P., 2000a. Can output losses following international financial crises be avoided? National bureau of economic research.
- Dooley, M.P., 2000b. Debt management and crisis in developing countries. *Journal of Development Economics* 63, 45–58.
- Dornbusch, R., 1991. Exchange rates and inflation. MIT Press.
- Dornbusch, R., 1992. The case for trade liberalization in developing countries. *The Journal of Economic Perspectives* 69–85.
- Dornbusch, R., 1997. Lessons of Monetary Reform. typescript available online at <http://web.mit.edu/rudi/www/WSJ.html>.
- Dornbusch, R., Fischer, S., 1993. Moderate inflation. *The World Bank Economic Review* 7, 1–44.
- Duncan, R., 2002. Dollarising the Solomon islands economy. *Pacific Economic Bulletin* 17, 145–46.
- Durdu, C.B., Mendoza, E.G., Terrones, M.E., 2009. Precautionary demand for foreign assets in Sudden Stop economies: An assessment of the New Mercantilism. *Journal of Development Economics* 89, 194–209.
- Dvorsky, S., Scheiber, T., Stix, H., 2008. euroization in central, eastern and Southeastern europe—First results from the new oenB euro Survey. *Focus on european economic integration* 1, 48–60.
- Eaton, J., Fernandez, R., 1995. Sovereign debt. National Bureau of Economic Research.
- EBRD (2008) EBRD Banking Data, mimeo.
- EBRD (2010) Developing Local Currency Finance, *Transition Report 2010*, chapter 3, 46-65, European Bank for Reconstruction and Development, London.
- Edgeworth, Gillian / Toth Gyula (2011) Hungary’s FX Loan Conversion: A Workable Compromise, EEMEA Macro Note May 23, 2011, 1-4, UniCreditGroup,

- Edison, H.J., Klein, M.W., Ricci, L., Sloek, T., 2002a. Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis. National Bureau of Economic Research.
- Edison, H.J., Levine, R., Ricci, L., Sløk, T., 2002b. International financial integration and economic growth. *Journal of international money and finance* 21, 749–776.
- Edwards, S., 1988. Real and monetary determinants of real exchange rate behavior: Theory and evidence from developing countries. *Journal of Development Economics* 29, 311–341.
- Edwards, S., 1989a. Exchange rate misalignment in developing countries. *The World Bank Research Observer* 4, 3–21.
- Edwards, S., 1989b. Real exchange rates, devaluation, and adjustment: exchange rate policy in developing countries. MIT press Cambridge, MA.
- Edwards, S., 1999. How effective are capital controls? National bureau of economic research.
- Edwards, S., 2001. Dollarization and economic performance: an empirical investigation. National Bureau of Economic Research.
- Edwards, S., 2006. Monetary unions, external shocks and economic performance: A Latin American perspective. *International Economics and Economic Policy* 3, 225–247.
- Edwards, S., Levy Yeyati, E., 2005. Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review* 49, 2079–2105.
- Edwards, S., Magendzo, I.I., 2001. Dollarization, inflation and growth. National Bureau of Economic Research.
- Edwards, S., Magendzo, I.I., 2003a. Dollarization and economic performance: what do we really know? *International Journal of Finance & Economics* 8, 351–363.
- Edwards, S., Magendzo, I.I., 2003b. Strict dollarization and economic performance: an empirical investigation. National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B., 2001. Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? *The World Bank Economic Review* 15, 341–365.
- Eichengreen, B., n.d. Hausmann (1999), “Exchange Rates and Financial Fragility”. Federal Reserve Bank of Kansas City, New Challenges for Monetary Policy.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., 1999. Exchange rates and financial fragility. National bureau of economic research.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., 2010. Other people’s money: debt denomination and financial instability in emerging market economies. University of Chicago Press.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U., 2005a. The mystery of original sin. *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies* 233–65.

- Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U., 2005b. The pain of original sin. Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies 13–47.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U., 2007. Currency mismatches, debt intolerance, and the original sin: Why they are not the same and why it matters, in: Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences. University of Chicago Press, pp. 121–170.
- Eichengreen, B., Leblang, D., 2003. Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right? *International Journal of Finance & Economics* 8, 205–224.
- Eichengreen, B., Rose, A.K., Wyplosz, C., 1996. Contagious currency crises. National bureau of economic research.
- Eichengreen, B.J., 1998. Globalizing capital: a history of the international monetary system. Princeton University Press.
- Eichengreen, B.J., 2002a. Financial Crises: and what to do about them. Oxford University Press Oxford.
- Eichengreen, B.J., 2002b. When to dollarize. *Journal of Money, Credit, and Banking* 34, 1–24.
- Eller, M., Frömmel, M., Srzentic, N., 2010. Private sector credit in CESEE: Long-Run relationships and short-run dynamics. *Focus on European Economics Integration* Q 2.
- Eller, M., Haiss, P., Steiner, K., 2006. Foreign direct investment in the financial sector and economic growth in Central and Eastern Europe: The crucial role of the efficiency channel. *emerging Markets review* 7, 300–319.
- Epstein, N.P., Tzanninis, D., 2005. Austria: Selected Issues. International Monetary Fund.
- Fafchamps, M., 1996. Sovereign debt, structural adjustment, and conditionality. *Journal of Development Economics* 50, 313–335.
- Feige, E.L., 2003. Dynamics of currency substitution, asset substitution and de facto dollarisation and euroisation in transition countries. *comparative economic Studies* 45, 358–383.
- Feige, E.L., Urban, I., 2008. Measuring underground (unobserved, non-observed, unrecorded) economies in transition countries: can we trust GDP? *Journal of Comparative Economics* 36, 287–306.
- Fernández-Arias, E., Levy-Yeyati, E., 2012. Global Financial Safety Nets: Where Do We Go from Here? *International Finance* 15, 37–68.

- French-Davis, R., America, U.N.E.C. for L., 2001. Financial crises in “successful” emerging economies. Brookings Institution Press.
- French-Davis, R., Ocampo, J.A., 2001. The globalization of financial volatility: challenges for emerging economies. Washington, DC, Brookings Institution Press.
- Fidrmuc, J., Hake, M., Stix, H., 2013. Households’ foreign currency borrowing in Central and Eastern Europe. *Journal of Banking & Finance* 37, 1880–1897.
- Fink, G., Haiss, P., Vukšić, G., 2009. Contribution of financial market segments at different stages of development: Transition, cohesion and mature economies compared. *Journal of Financial Stability* 5, 431–455.
- Fischer, S., 1981. Seigniorage and fixed exchange rates: An optimal inflation tax analysis. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Fischer, S., 1982. Seigniorage and the Case for a National Money. *The Journal of Political Economy* 90, 295.
- Fischer, S., 2000. On the need for an international lender of last resort. *Princeton Univ Intl Economics*.
- Fisher, I., 1933. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society* 337–357.
- Flood, R., Marion, N., 1998. Perspectives on the recent currency crisis literature. National Bureau of Economic Research.
- Flood, R.P., Hodrick, R.J., 1986. Real aspects of exchange rate regime choice with collapsing fixed rates. *Journal of International Economics* 21, 215–232.
- Forbes, K., Fratzscher, M., Kostka, T., Straub, R., 2011. Bubble thy neighbor: direct and spillover effects of capital controls. work in progress.
- Forbes, K.J., Warnock, F.E., 2012. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics* 88, 235–251.
- Frankel, J., Rose, A., 2002. An estimate of the effect of common currencies on trade and income. *The Quarterly Journal of Economics* 117, 437–466.
- Frankel, J.A., 1999. The international financial architecture. Brookings Institution.
- Frankel, J.A., Rose, A.K., 1996. Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. *Journal of international Economics* 41, 351–366.
- Frankel, J.A., Rose, A.K., 1998. The endogeneity of the optimum currency area criteria. *The Economic Journal* 108, 1009–1025.
- Froot, K.A., Rogoff, K., 1991. The EMS, the EMU, and the Transition to a Common Currency, in: *NBER Macroeconomics Annual 1991, Volume 6*. MIT Press, pp. 269–328.

- Fund, I.M., 2002. *World economic outlook*. Washington: International Monetary Fund.
- Furceri, D., Zdzienicka, A., 2012. How costly are debt crises? *Journal of International Money and Finance* 31, 726–742.
- Galí, J., Perotti, R., 2003. Fiscal policy and monetary integration in Europe. *Economic Policy* 18, 533–572.
- Galiani, S., Levy Yeyati, E., Schargrotsky, E., 2003. Financial dollarization and debt deflation under a currency board. *Emerging Markets Review* 4, 340–367.
- Galindo, A., Leiderman, L., 2005. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization.
- Garcia, C.J., Restrepo, J.E., Roger, S., 2011. How much should inflation targeters care about the exchange rate? *Journal of International Money and Finance* 30, 1590–1617.
- Garcia-Escribano, M.M., 2010. *Peru: Drivers of De-dollarization* (EPub). International Monetary Fund.
- Gavin, M., Hausmann, R., Perotti, R., Talvi, E., 1996. Managing fiscal policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, procyclicality, and limited creditworthiness.
- Gereben, Á., Karvalits, F., Kocsis, Z., 2011. Monetary policy challenges during the crisis in a small open dollarised economy: the case of Hungary. *BIS background papers* 179.
- Giovannini, A., Turtelboom, B., 1992. Currency substitution. *National Bureau of Economic Research*.
- Girton, L., Roper, D., 1981. Theory and implications of currency substitution. *Journal of Money, Credit and Banking* 12–30.
- Glick, R., Hutchison, M., 2000. Stopping Hot Money or Signaling Bad Policy? *Capital Controls and the Onset of Currency Crises*. EPRU Working Paper Series.
- Goldfajn, I., Olivares, G., développement, C. des N.U. sur le commerce et le, Center for international development (Cambridge, M., 2001. Can Flexible Exchange Rates Still“ work” in Financially Open Economies? UN.
- Goldstein, M., 1998a. The Asian financial crisis. IIE.
- Goldstein, M., 1998b. The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications. Peterson Institute.
- Goldstein, M., Hawkins, J., 1998. The origin of the Asian financial turmoil. Citeseer.
- Got, X., Ross, A., 2006. The foreign currency gamble—Rising risks for banks in central and Southeast Europe. *Standard & Poor’s Ratingsdirect*.
- Gourinchas, P.-O., Jeanne, O., 2002. On the benefits of capital account liberalization for emerging economies, in: *World Bank Conference, Financial Globalization: A Blessing or a Curse*, May. pp. 30–31.

- Greenwood, R.M., Hanson, S.G., Stein, J.C., 2010. A comparative-advantage approach to government debt maturity. Harvard Business School Finance Working Paper.
- Grilli, M.V., Milesi-Ferretti, M.G.-M., 1995. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls (EPub). International Monetary Fund.
- Guichard, S., Kennedy, M., n.d. E. Wurzel and C. André (2007)," What Promotes Fiscal Consolidation: OECD Country Experiences. OECD Economic Department Working Papers.
- Guichard, S., Kennedy, M., Wurzel, E., André, C., 2007. What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences. OECD Publishing.
- Guichard, S., Kennedy, M., Wurzel, E., André, C., 2012. What Affects Fiscal Consolidation?—Some Evidence from OECD Countries. Some Evidence from OECD Countries (March 29, 2007).
- Guidotti, P.E., Rodriguez, C.A., 1992. Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse? Staff Papers-International Monetary Fund 518–544.
- Guscina, A., Jeanne, O., 2006. Government debt in emerging market countries: A new data set. International Monetary Fund.
- Haiss, P., Paulhart, A., Rainer, W., 2009. Do Foreign Banks Drive Foreign Currency Lending in Central and Eastern Europe? Social Science Research Network, Febrero.
- Haiss, P., Paulhart, A., Rainer, W., n.d. Do Foreign Banks Raise the Risk of Foreign Currency Lending in CEE?
- Haiss, P., Paulhart, A., Rainer, W., n.d. Do Foreign Banks Raise the Risk of Foreign Currency Lending in CEE?
- Haiss, P.R., Rainer, W., n.d. Credit Euroization in CESEE: The“ Foreign Funds” Channel at Work.
- Hallwood, P., MacDonald, R., 2005. The economic case for fiscal federalism. New Wealth for Old Nations: Scotland's Economic Prospects 96–116.
- Hanke, S.H., Jonung, L., Schuler, K., 2005. Russian currency and finance: A currency board approach to reform. Routledge.
- Hansanti, S., Islam, S.M., Sheehan, P., 2008. Recent Issues in International Finance: A Literature Review. International Finance in Emerging Markets: Issues, Welfare Economics Analyses and Policy Implications 21–45.
- Hausmann, R., Panizza, U., 2003. On the determinants of Original Sin: an empirical investigation. Journal of International Money and Finance 22, 957–990.

- Hausmann, R., Panizza, U., Stein, E., 2001. Why do countries float the way they float? *Journal of development economics* 66, 387–414.
- Heimonen, K., 2008. Substituting a substitute currency. *International Review of Economics & Finance* 17, 66–84.
- Hinds, M., 2006. Playing monopoly with the devil: dollarization and domestic currencies in developing countries. Yale University Press.
- Honig, A., 2005. Fear of floating and domestic liability dollarization. *Emerging Markets Review* 6, 289–307.
- Honig, A., 2009. Dollarization, exchange rate regimes and government quality. *Journal of International Money and Finance* 28, 198–214.
- Honohan, P., 2009. Resolving Ireland's Banking Crisis. *Economic & Social Review* 40.
- Isakova, A., n.d. Monetary Policy, Inflation and Dollarization in the Economies of Central Asia.
- Islam, S.M., Sheehan, P., Hansanti, S., n.d. *International Finance in Emerging Markets*.
- Ize, A., Parrado, E., 2002. Dollarization, monetary policy, and the pass-through. *International Monetary Fund*.
- Ize, A., Powell, A., 2005. Prudential Responses to de facto Dollarization. *The Journal of Policy Reform* 8, 241–262.
- Ize, A., Yeyati, E.L., 2003. Financial dollarization. *Journal of International Economics* 59, 323–347.
- Ize, A., Yeyati, E.L., 2005. Financial de-dollarization: is it for real? *International Monetary Fund*.
- Jeanne, O., 2003. Why do emerging economies borrow in foreign currency? *International Monetary Fund*.
- Jeanne, O., Masson, P., 2000. Currency crises, sunspots and Markov-switching regimes. *Journal of International Economics* 50, 327–350.
- Joines, D.H., 1985a. Deficits and money growth in the United States 1872–1983. *Journal of Monetary Economics* 16, 329–351.
- Joines, D.H., 1985b. International currency substitution and the income velocity of money. *Journal of International Money and Finance* 4, 303–316.
- Jonas, J., Mishkin, F.S., 2003. Inflation targeting in transition countries: Experience and prospects. National Bureau of Economic Research.
- Kamin, S., Ericsson, N.R., 1993. Dollarization in Argentina. Board of Governors of the Federal Reserve System Washington, DC.

- Kamin, S.B., Ericsson, N.R., 2003. Dollarization in post-hyperinflationary Argentina. *Journal of International Money and Finance* 22, 185–211.
- Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M., 1999. The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American economic review* 473–500.
- Karmin, C., Perry, J., 2007. Homeowners Abroad Take Currency Gamble in Loans. *Wall Street Journal* 29.
- Katz, J.M., de Cultura Económica, F., City, M., ECLAC, U., 2000. Reformas estructurales, productividad y conducta tecnológica en América Latina. Fondo de Cultura Económica.
- Kehoe, T.J., 2001. Comment on dollarization and the integration of international capital markets. *Journal of Money, Credit and Banking* 33, 590–96.
- Kenen, P., Mundell, R., Swoboda, A.K., 1994. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. reprinted in *Exchange Rates and the Monetary System: Selected Essays of Peter B. Kenen*, Aldershot: Elgar 3–22.
- Kenen, P.B., 1994. *Managing the world economy: fifty years after Bretton Woods*. Peterson Institute.
- Keynes, J.M., 1931a. An economic analysis of unemployment.
- Keynes, J.M., 1931b. The consequences to the banks of the collapse of money values. *Essays in persuasion* 9, 151.
- Keynes, J.M., 1931c. The pure theory of money. A reply to Dr. Hayek. *Economica* 387–397.
- Khan, M.S., Ramirez-Rojas, C.L., 1986. Currency substitution and government revenue from inflation.
- Klein, M., Neumann, M.J., 1990. Seigniorage: What is it and who gets it? *Weltwirtschaftliches Archiv* 126, 205–221.
- Klein, M.W., 2005. Dollarization and trade. *Journal of International Money and Finance* 24, 935–943.
- Klein, M.W., Marion, N.P., 1997. Explaining the duration of exchange-rate pegs. *Journal of Development Economics* 54, 387–404.
- Klein, M.W., Shambaugh, J.C., 2006. Fixed exchange rates and trade. *Journal of International Economics* 70, 359–383.
- Kochhar, K., Kumar, U., Rajan, R., Subramanian, A., Tokatlidis, I., 2006. India's pattern of development: What happened, what follows? *Journal of Monetary Economics* 53, 981–1019.
- Kose, M.A., Prasad, E., Rogoff, K.S., Wei, S.-J., 2006. *Financial globalization: a reappraisal*. National Bureau of Economic Research.

- Kose, M.A., Prasad, E.S., Taylor, A.D., 2009. Thresholds in the process of international financial integration. National Bureau of Economic Research.
- Kouri, P.J., 1976. The determinants of the forward premium.
- Krueger, A.O., 1983. Exchange-rate determination. Cambridge University Press.
- Krugman, P., 1990. Increasing returns and economic geography. National Bureau of Economic Research.
- Krugman, P., 1999a. Balance sheets, the transfer problem, and financial crises, in: International Finance and Financial Crises. Springer, pp. 31–55.
- Krugman, P., 1999b. The role of geography in development. International regional science review 22, 142–161.
- Krugman, P.R., 1979. Increasing returns, monopolistic competition, and international trade. Journal of international Economics 9, 469–479.
- Kydland, F.E., Prescott, E.C., 1977. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. The Journal of Political Economy 473–491.
- Laeven, L., Valencia, F., 2013. Systemic banking crises database. IMF Economic Review 61, 225–270.
- Lane, P.R., 2003. The cyclical behaviour of fiscal policy: evidence from the OECD. Journal of Public Economics 87, 2661–2675.
- Leaven, L., Valencia, F., 2008. The use of blanket guarantees in banking crisis.
- Leblang, D.A., 2002. The political economy of speculative attacks in the developing world. International Studies Quarterly 46, 69–91.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., 2001. Exchange rate regimes and economic performance. IMF Staff papers 47.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., 2003. To float or to fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. American Economic Review 1173–1193.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., 2005. Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. European economic review 49, 1603–1635.
- Licandro, G., Licandro, J.A., 2003. Building the dedollarization agenda: lessons from the Uruguayan case. Central Bank of Uruguay.
- Lindgren, C.-J., 1999. Financial sector crisis and restructuring: lessons from Asia. International monetary fund.
- Lindgren, C.-J., Garcia, G.G., Saal, M.I., 1996. Bank soundness and macroeconomic policy. International Monetary Fund.

- Liptori, D., 2000. Refocusing the Role of the International Monetary Fund. Reforming the international monetary and financial system 345.
- Loiseau'Aslanidi, O., n.d. Dollarization in Transition Economies: New Evidence from Georgia.
- Luca, A., Petrova, I., 2003. Credit Dollarization in Transition Economies: Is It Firms' or Banks' Fault? Mimeo Drexel University.
- Luca, A., Petrova, I., 2008a. What drives credit dollarization in transition economies? *Journal of Banking & Finance* 32, 858–869.
- Luca, A., Petrova, I., 2008b. What drives credit dollarization in transition economies? *Journal of Banking & Finance* 32, 858–869.
- Magud, N., Reinhart, C.M., 2006. Capital controls: an evaluation. National Bureau of Economic Research.
- McKinnon, R.I., 1963. Optimum currency areas. *The American Economic Review* 717–725.
- McKinnon, R.I., Oates, W.E., 1966. The implications of international economic integration for monetary, fiscal, and exchange-rate policy. International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University.
- Mehl, A., Reynaud, J., 2005. The determinants of “domestic” original sin in emerging market economies. European Central Bank.
- Mendoza, E.G., 2001. The Benefits of Dollarization When Stabilization Policy Lacks Credibility and Financial Markets Are Imperfect. *Journal of Money, Credit & Banking* (Ohio State University Press) 33.
- Mendoza, E.G., 2006. Endogenous sudden stops in a business cycle model with collateral constraints: a Fisherian deflation of Tobin's Q. National Bureau of Economic Research.
- Mendoza, E.G., 2010a. Sudden stops, financial crises, and leverage. *The American Economic Review* 100, 1941–1966.
- Mendoza, E.G., 2010b. Sudden stops, financial crises, and leverage. *The American Economic Review* 100, 1941–1966.
- Merler, S., Pisani-Ferry, J., 2012. Sudden Stops in the Euro Area. *Review of Economics & Institutions/Economia, Societa e Istituzioni* 3.
- Miles, M.A., 1978. Currency substitution, flexible exchange rates, and monetary independence. *The American Economic Review* 428–436.
- Milner, C., Mizen, P., Pentecost, E., 1996. The impact of infra-European trade on sterling currency substitution. *Review of World Economics* 132, 160–171.

- Milner, C., Mizen, P., Pentecost, E., 2000. A cross-country panel analysis of currency substitution and trade. *Economic Inquiry* 38, 206–217.
- Mishkin, F.S., 2004. Can inflation targeting work in emerging market countries? National Bureau of Economic Research.
- Missale, A., 1997. Managing the public debt: the optimal taxation approach. *Journal of Economic Surveys* 11, 235–265.
- Missale, A., Blanchard, O.J., 1994. Inflation and debt maturity'. *American Economic Review* 84, 309–19.
- Mizen, P., Pentecost, E.J., 1996a. Currency substitution in theory and practice. *The macroeconomics of international currencies: Theory, policy and evidence* 8–43.
- Mizen, P., Pentecost, E.J., 1996b. *The macroeconomics of international currencies: theory, policy and evidence*. Edward Elgar Publishing.
- Mohanty, M.S., Klau, M., 2005. *Monetary policy rules in emerging market economies: Issues and evidence*. Springer.
- Mongardini, J., Mueller, J., 1999. Ratchet Effects in Currency Substitution-An Application to the Kyrgyz Republic. *International Monetary Fund*.
- Moreno-Villalaz, J.L., 2005. Financial integration and Dollarization: The case of Panama. *Cato J.* 25, 127.
- Mundell, R.A., 1961. A theory of optimum currency areas. & 51, 657–65.
- Mussa, M., Swoboda, A., Zettelmeyer, J., Jeanne, O., 2000. Moderating fluctuations in capital flows to emerging market economics. *Reforming the International Monetary and Financial System*, Washington, DC: International Monetary Fund 75–142.
- Nagy, P.M., Jeffrey, S., Zettelmeyer, J., 2011. Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe. *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets*. Brookings Institution Press: Washington DC.
- Nicoló, D., De Nicol, G., Honohan, P., Ize, A., 2003. Dollarization of the banking system: good or bad? *International Monetary Fund*.
- Nicolo, G.D., Honohan, P., Ize, A., 2005. Dollarization of bank deposits: Causes and consequences. *Journal of Banking & Finance* 29, 1697–1727.
- Niehans, J., 1977. Exchange rate dynamics with stock/flow interaction. *The Journal of Political Economy* 1245–1257.
- Niehans, J., 1983. Financial innovation, multinational banking, and monetary policy. *Journal of banking & Finance* 7, 537–551.

- Obstfeld, M., 1983. Exchange rates, inflation, and the sterilization problem: Germany, 1975–1981. *European Economic Review* 21, 161–189.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., 1986. Ruling out divergent speculative bubbles. *Journal of Monetary Economics* 17, 349–362.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., 1995. The mirage of fixed exchange rates. National bureau of economic research.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J.C., Taylor, A.M., 2004. Monetary sovereignty, exchange rates, and capital controls: the trilemma in the interwar period. National Bureau of Economic Research.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J.C., Taylor, A.M., 2005. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics* 87, 423–438.
- Oomes, N., 2003. Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia (EPub). International Monetary Fund.
- Oomes, N., Ohnsorge, F., 2005. Money demand and inflation in dollarized economies: The case of Russia. *Journal of Comparative Economics* 33, 462–483.
- Ostry, M.J.D., Ghosh, M.A.R., Korinek, M.A., 2012. Multilateral aspects of managing the capital account. International Monetary Fund.
- Ozsoz, E., Rengifo, E.W., Salvatore, D., 2010. Deposit dollarization as an investment signal in transition economies: The cases of Croatia, the Czech Republic, and Slovakia. *Emerging Markets Finance and Trade* 46, 5–22.
- RZB Group (2004) CEE Banking Sector Report 2004, Vienna, Raiffeisen Centrobank AG.
- RZB Group (2005) CEE Banking Sector Report 2005, Vienna, Raiffeisen Centrobank AG.
- RZB Group (2006) CEE Banking Sector Report: As good as it gets..., Vienna, Raiffeisen Centrobank AG.
- RZB Group (2007) CEE Banking Sector Report: The Heat goes on...no real signs of a cool down yet, Vienna, Raiffeisen Centrobank AG.
- RZB Group (2008) CEE Banking Sector Report: Size matters...as deposits move into the spotlight, Vienna, Raiffeisen Centrobank AG.
- RZB Group (2009) CEE Banking Sector Report: Rough playing field...committed players, Vienna, Raiffeisen Centrobank AG.
- Panizza, U., Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J., 2009. The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature* 651–698.

- Pann, J., Seliger, R., Übeleis, J., 2010. Foreign Currency Lending in Central, Eastern and Southeastern Europe: the Case of Austrian Banks. *financial stability report* 20, 56–76.
- Parrado, E., Velasco, A., 2002. Optimal interest rate policy in a small open economy. National Bureau of Economic Research.
- Paul Hallwood, C., MacDonald, R., Marsh, I.W., 2000. Realignment expectations and the US dollar, 1890–1897: Was there a “Peso problem”? *Journal of Monetary Economics* 46, 605–620.
- Paulhart, A., Rainer, W., Haiss, P., n.d. Do foreign banks raise the risk of foreign currency lending in central and eastern europe?
- Peiers, B., Wrase, J.M., 1997. Dollarization hysteresis and network externalities: theory and evidence from an informal Bolivian credit market.
- Perotti, R., 1996. Fiscal consolidation in Europe: composition matters. *The American Economic Review* 105–110.
- Persson, T., Tabellini, G., 1992. Growth, distribution and politics. *European Economic Review* 36, 593–602.
- Persson, T., Tabellini, G.E., 1990. *Macroeconomic policy, credibility and politics*. Taylor & Francis.
- Pescatori, A., Leigh, M.D., Guajardo, J., Devries, M.P., 2011. A New Action-based Dataset of Fiscal Consolidation (EPub). International Monetary Fund.
- Petrović, P., Bogetić, Ž., Vujošević, Z., 1999. The Yugoslav hyperinflation of 1992–1994: causes, dynamics, and money supply process. *Journal of Comparative Economics* 27, 335–353.
- Phelps, E.S., 1973. *Economic justice: selected readings*. Penguin books.
- Phylaktis, K., Taylor, M.P., 1993. Money demand, the Cagan model and the inflation tax: some Latin American evidence. *The Review of Economics and Statistics* 32–37.
- Pisani-Ferry, J., 2002. Fiscal discipline and policy coordination in the Eurozone: assessment and proposals. *maggio*.
- Pisani-Ferry, J., 2012. The euro crisis and the new impossible trinity. *Bruegel Policy Contribution*.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S.-J., Kose, M.A., 2003. Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. International Monetary Fund Washington, DC.
- Prasad, E.S., Rajan, R., 2008. A pragmatic approach to capital account liberalization. National Bureau of Economic Research.

- Quinn, D.P., Inchan, C., 1997. The origins of financial openness: A study of current and capital account liberalization. *American Journal of Political Science* 771–813.
- Quinn, D.P., Toyoda, A.M., 2008. Does capital account liberalization lead to growth? *Review of Financial Studies* 21, 1403–1449.
- Radelet, S., Sachs, J., 1998. The onset of the East Asian financial crisis. National bureau of economic research.
- Rajan, R., 2002. Exchange Rate Policy Options for Post-crisis Southeast Asia: Is There a Case for Currency Baskets? *The World Economy* 25, 137–163.
- Rajan, R.G., 2004. Dollar shortages and crises. National Bureau of Economic Research.
- Ranciere, R., Tornell, A., Vamvakidis, A., 2011. A new index of currency mismatch and systemic risk.
- Ratti, R.A., Jeong, B.W., 1994. Variation in the real exchange rate as a source of currency substitution. *Journal of International Money and Finance* 13, 537–550.
- Rebelo, S., 1997. What happens when countries peg their exchange rates?(The real side of monetary reforms). National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C., Calvo, G., 1999. Capital flow reversals, the exchange rate debate, and dollarization.
- Reinhart, C., Kirkegaard, J., Sbrancia, B., 2011. Financial repression redux.
- Reinhart, C.M., 2002. Default, currency crises, and sovereign credit ratings. *the world bank economic review* 16, 151–170.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2004. The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation. *the Quarterly Journal of economics* 119, 1–48.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2008. This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises. National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2009. The aftermath of financial crises. National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2010a. From financial crash to debt crisis. National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2010b. Growth in a Time of Debt. National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., Savastano, M.A., 2003. Debt intolerance. National Bureau of Economic Research.
- Rennhack, R., Nozaki, M., 2006. Financial Dollarization in Latin America. International Monetary Fund.

- Rodrik, D., 1998. Who needs capital-account convertibility? *Essays in international finance* 55–65.
- Rodrik, D., 2000. Can integration into the world economy substitute for a development strategy?, in: *Nota Preparado Para The World Banks ABCDE-Europe Conference*. Paris June. pp. 26–28.
- Rodrik, D., Subramanian, A., 2008. We must curb international flows of capital. *Financial Times* 25.
- Rodrik, D., Velasco, A., 1999. Short-term capital flows. *National bureau of economic research*.
- Rogers, J.H., 1992. The currency substitution hypothesis and relative money demand in Mexico and Canada. *Journal of Money, Credit and Banking* 300–318.
- Rogoff, K., 1999. International institutions for reducing global financial instability. *National bureau of economic research*.
- Rosenberg, C., Tirpák, M., 2009. Determinants of foreign currency borrowing in the new member states of the EU. *Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver)* 59, 216–228.
- Sa, S., 2002. Macroeconomic adjustment in a highly dollarized economy: The case of Cambodia. *International Monetary Fund*.
- Sahay, R., Vegh, C., 1995. Dollarization in transition economies: evidence and policy implications.
- Salvatore, D., Dean, J.W., Willett, T.D., 2003. *The dollarization debate*. Oxford University Press.
- Savastano, M.M.A., 1996. *Dollarization in Latin America-Recent Evidence and Some Policy Issues (EPub)*. International Monetary Fund.
- Scheiber, T., Stix, H., 2009. Euroization in central, eastern and Southeastern europe–new evidence on its extent and Some evidence on its causes.
- Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., 1999. Dollarization and Seignorage: How Much Is at Stake? Available at SSRN 186136.
- Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., 2001. Stabilization Policy and the Costs of Dollarization. *Journal of Money, Credit & Banking (Ohio State University Press)* 33.
- Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., 2004. Optimal fiscal and monetary policy under sticky prices. *Journal of Economic Theory* 114, 198–230.
- Schuknecht, L., 2011. Solving the fiscal crisis via limiting government commitments.
- Schuler, K., 2005. Some theory and history of dollarization. *Cato J.* 25, 115.

- Shambaugh, J.C., 2004. The effect of fixed exchange rates on monetary policy. *The Quarterly Journal of Economics* 119, 301–352.
- Sims, C.A., 2001. Fiscal Consequences for Mexico of Adopting the Dollar. *Journal of Money, Credit & Banking* (Ohio State University Press) 33.
- Sinn, H.-W., 2010. *Casino capitalism: How the financial crisis came about and what needs to be done now*. Oxford University Press.
- Socol, A.G., Socol, C., Marius, M., 2011. Fiscal policy in Romania—good policy in good times? analysis based on estimations of structural budget balance. *Actual Problems of Economics/Aktual'ni Problemi Ekonomiki* 125.
- Spaventa, L., 1989. Seigniorage: Old and new policy issues Introduction. *European Economic Review* 33, 557–563.
- Stankeva Hake, M., López Vicente, F., Molina, L., 2014. Do the drivers of loan dollarisation differ between cese and Latin America? a meta-analysis.
- Stein, E., Talvi, E., Grisanti, A., 1998. Institutional arrangements and fiscal performance: The Latin American experience. National Bureau of Economic Research.
- Stiglitz, J.E., 2003. *Globalization and its Discontents*. WW Norton & Company.
- Stix, H., 2008. Euroization: What Factors Drive Its Persistence?
- Stix, H., 2011. Euroization: what factors drive its persistence? Household data evidence for Croatia, Slovenia and Slovakia. *applied economics* 43, 2689–2704.
- Stix, H., 2013. Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions and dollarization. *Journal of Banking & Finance* 37, 4087–4106.
- Stoughton, N.M., 1993. Moral hazard and the portfolio management problem. *The journal of finance* 48, 2009–2028.
- Swiston, A., 2011. *Official Dollarization as a Monetary Regime: Its Effects on El Salvador*. International Monetary Fund.
- Tirole, J., 2010. *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.
- Tkalec, M., 2011. The Determinants of Deposit Euroization in the European Post-transition Countries: Evidence from Threshold VECM, in: 17th Dubrovnik Economic Conference, Young Economists Seminar.
- Tobin, J., 1958. Liquidity preference as behavior towards risk. *The review of economic studies* 65–86.
- Tobin, J., 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking* 1, 15–29.

- Uribe, M., 1997. Exchange-rate-based inflation stabilization: the initial real effects of credible plans. *Journal of Monetary Economics* 39, 197–221.
- Uzun, A., 2005. Financial Dollarization, Monetary Policy Stance and Institutional Structure: The Experience of Latin America and Turkey. Middle east technical university.
- Vallcorba, M., Delgado, J., 2007. Determinants of Non-Performing Loans Ratio of Banks in a Dollarized Economy: The Case of Uruguay. Banco de España Research Paper No. WP-0722.
- Végh, C.A., 1992. Stopping high inflation: an analytical overview. *Staff Papers-International Monetary Fund* 626–695.
- Wyplosz, C., 2005. Fiscal policy: institutions versus rules. *National Institute Economic Review* 191, 64–78.
- Wyplosz, C., 2006. European Monetary Union: the dark sides of a major success. *Economic Policy* 21, 207–261.
- Wyplosz, C., 2007. Debt sustainability assessment: the IMF approach and alternatives. HEI Working Paper.
- The World Bank (2007) *World Bank EU8+2 Regular Economic Report PART II: Special Topic: Credit Expansion in Emerging Europe: A Cause for Concern?*, January 2007, http://siteresources.worldbank.org/INTECA/Resources/EU8+2_SpecialTopic.pdf.
- The World Bank (2009) *EU 10 Regular Economic Report*, February 2009, http://siteresources.worldbank.org/INTECA/Resources/2578961213784527782/EU10_Main_Report_19_Feb-FINAL.pdf.
- The World Bank (2009) *EU 10 Regular Economic Report*, May 2009, http://siteresources.worldbank.org/INTECA/Resources/2578961242920964286/EU10_RE R_May21_final.pdf.
- UniCredit Group (2009) *Banking in CEE: Challenging Times but Recovery on the Horizon*, August 2009, <http://www.unicreditbank.ee/en/news/press/20090810043217/>
- Yeyati, E.L., 2006. Financial dollarization: evaluating the consequences. *economic Policy* 21, 61–118.
- Yeyati, E.L., Sturzenegger, F., 2003. Dollarization: A Primer. Dollarization.
- Yinusa, D.O., 2008. Between dollarization and exchange rate volatility: Nigeria's portfolio diversification option. *Journal of Policy Modeling* 30, 811–826.
- Zettelmeyer, Jeromin / Nagy, Piroska / Jeffrey, Stephen (2010) *Addressing Currency Mismatches in Emerging Europe*, *EBRD Working Paper No. 115*, June 2010.

ПРИЛОЗИ

Прилог број 1. Преглед на истражувања за врската на финансиската доларизација и одреден сет на независно променливи

Автор/година	Примерок	Период	Метод	Зависна променлива	Независна променлива	Контролни променливи	Заклучоци
<i>кредитна доларизација</i>							
Arteta. C. (2002)	96 земји од Светот	1993-2001 (месечни и годишни податоци)	Panel-data OLS and fixed effects	кредити во странски валути / вкупни кредити; кредити во странски валути / вкупни средства; депозити во странски валути / вкупни депозити; депозити во странски валути / вкупни обврски; (Депозити во долари - кредити во долари) / вкупни обврски	режим на девизен курс	дозвола за поседување на средства деноминирани во странски валути; каматни диференцијали трговија/БДП; инфлација (CPI промена); депрецијација (прв диференцијал на log од номиналниот девизен курс); максимум историска стапка на инфлација; максимум историска стапка на депрецијација; постоење на дериватниви пазари; осигурување на депозитите	флексибилните девизни курсеви го зголемуваат нивото на депозитна доларизација

Финансиската доларизација, либерализацијата на капиталните текови и финансиската стабилност

<i>Barajas, A., Morales, A. (2003)</i>	<i>14 земји од Латинска Америка</i>	<i>1995-2000 (месечни и годишни податоци)</i>	<i>Panel-data OLS and fixed effects</i>	<i>кредити во странски валути / вкупни кредити; (кредити во странски валути; депозити во странски валути)/БДП</i>	<i>депозити во странски валути/вкупни депозити; каматен распон; интервенции на ЦБ; кредити/БДП; осигурување на депозитите; странски кредити кон банките</i>		<i>Сите променливи имаат позитивна врска со доларизацијата. Депозитите во странска валута влијаат врз кредитите во странска валута со бета помало од 1, заради барањата за задолжителна резерва и ограничувања на нивото на отворена позиција кај банките.</i>
<i>Nicolo, G., Honohan, P., Ize, A. (2003)</i>	<i>Повеќе земји</i>	<i>1996-2001</i>		<i>Trend dollarization M₂/БДП z-score</i>	<i>забрани за доларизација; MVP; инфлација (log); институции; транзиција; правна заштита; таргетирање на инфлацијата; доларизација; БДП (по жител); финансиски инструменти; просечна доларизација; реален девизен курс; корелација на инфлацијата и реалниот девизен курс</i>		<i>сите променливи имаат позитивна врска со доларизацијата</i>
<i>Arteta, C. (2005)</i>	<i>90 земји</i>	<i>1990-2000 (годишни податоци)</i>	<i>Pooled OLS</i>	<i>кредитна доларизација; депозитна доларизација; несогласувања на депозитите и кредитите</i>	<i>режим на девизен курс (бинарна променлива - фиксен и флексибилен)</i>	<i>рестрикции на депозити и кредити во странски валути; каматни диференцијали трговија/БДП; депрецијација; историски макс.</i>	<i>депозитната доларизација е повисока во услови на флексибилен девизен курс; кредитна доларизација е пониска во услови на флексибилен девизен курс; постои поголеми валутни несогласувања во услови на флексибилен девизен курс</i>

Финансиската доларизација, либерализацијата на капиталните текови и финансиската стабилност

						на инфлацијата	
<i>Bednarik, R. (2007)</i>	Чешка, Унгарија, Словачка и Полска	1997-2006 (месечни податоци)	OLS за секоја земја	Log (кредити во евра)	Log (депозити во евра); Log (инфлација); Log (номинален ефективен девизен курс); Log (камата на кредити во евра)		Во Чешка и Словачка само каматната стапка е значајна. Во Полска и Унгарија номиналниот девизен курс има негативен ефект врз кредитите во странски валути. Каматната стапка на кредитите има најсилна објаснувачка моќ за сите земји.
<i>Brzoza-Brzezina, M., Chmielewski, T., Niedzwiedzinska, J. (2007)</i>	Чешка, Унгарија, Полска	1997-2007 (квартални податоци)	Panel data OLS and fixed effects	реални кредити во домашна валута (БДП дефлатор); реални кредити во странска валута (БДП дефлатор)	БДП (тековни цени); домашни и странски каматни стапки; номинален девизен курс		Затегнувањето на монетарната политика води до зголемување на задолжувањето во странски валути. БДП е позитивно поврзан со двете варијабли. Повисоките каматни стапки водат до помал пораст на кредитите. Девизниот курс нема влијание врз задолжувањето во домашна валута. Депрецијацијата на странската валута води до забавување на растот на кредитите во странски валути. Порастот на домашната каматна стапка води до пораст на кредитите во странски валути.
<i>Bodnar, K. (2008)</i>	698 не- финансиски компанији	2006	Probit процени	бинарна променлива за задолжена компанија; валутна не-рамнотежа;	Големина, старост, сектор на компанијата;		Постарите, индустриски, извозно ориентирани и долгорочно задолжени

Финансиската доларизација, либерализацијата на капиталните текови и финансиската стабилност

				употреба на алатки за управување со ризиците.	учество на извозот во приходите на компаниите; задолженост на компаниите; долгорочен долг; профитабилност; краткорочен долг		компаниите имаат поголем долг во странски валути. Компаниите кои имаат странски акционер се задолжени во странска валута.
Luca, A., Petrova, I. (2008)	Албанија, Азербејџан, Чешка, Грузија, Унгарија, Курдистан, Латвија, Молдавија, Романија, Словачка, Украина, Бугарија, Естонија, Хрватска, Казахстан, Литванија, Македонија, Полска, Русија, Словенија	1990-2003	Pooled OLS – robust effects Fixed effects First difference estimator AR(1) error Random effects AR(1) error	кредити во странски валути/вкупни кредити	депозитна доларизација; нето странски средства на банките (странски средства на банките – надворешни; обврски/вкупни; домашни депозити; извоз / БДП; коваријанса на девизниот курс и домашните цени.	променливост на девизниот курс; странската каматна стапка; стапка на депрецијација.	Главните детерминанти на кредитната доларизација се депозитната доларизација (позитивно) и странските средства на банките (негативно). Реалната отвореност (извозот) има позитивна врска. Коваријансата има позитивна врска. Аверзијата кон ризикот на банките е главен фактор за доларизацијата.
Rosenberg, C., Tirpak, M. (2008)	Бугарија, Чешка, Естонија, Хрватска, Унгарија, Латвија, Литванија, Полска, Романија, Словачка	1999-2007	OLS, fixed effects	кредити во странски валути	каматни диференцијали помеѓу локалните и странските валути; кредити/депозити; отвореност.	БДП по жител учество на странските банки големина на економијата ЕБРД индекс на банкарски реформи променливост на девизниот курс	Многу значајна позитивна врска на каматните диференцијали, кредитите/депозитите, мали земји, низок БДП по жител и отвореност на земјата Приватните трансфери се негативно поврзани

Финансиската доларизација, либерализацијата на капиталните текови и финансиската стабилност

<i>Honig, A. (2009)</i>	<i>66 земји во развој</i>	<i>1988-2000</i>	<i>OLS random effects, OLS fixed effects</i>	<i>доларски кредити/вкупни кредити; доларски депозити /вкупни депозити; доларска нерамнотежи /вкупни обврски; вкупни доларски кредити и обврски каматни диференцијали</i>	<i>бинарна за управувачко флексибилен девизен курс; бинарна за флексибилен девизен курс; индекс за квалитет на институциите.</i>	<i>трговија/БДП, извоз/БДП, каматни диференцијали на пазарот на пари, реален БДП по жител и раст инфлација и депрецијација, канал на инфлацијата, доларски дел на MVP, ограничувања за кредити во странски валути, ограничувања за депозити во странски валути,</i>	<i>Негатива врска со квалитетот на институциите. Позитивна врска со каналот на инфлацијата. Доларизацијата е резултат на недовербата кон политиките на владите.</i>
<i>Haiss. P., Paulhart. A., Rainer. W., (2009)</i>	<i>16 земји од Централна и Југоисточна Европа</i>	<i>2000-2006</i>	<i>ANOVA</i>	<i>кредити во странски валути</i>	<i>учество на странски банки, депозити во странски валути, вкупен извоз/БДП, каматни диференцијали инфлациски диференцијали, реален девизен курс, концентрација на банкарскиот сектор, режим на девизен курс.</i>		<i>Депозити во странски валути и реалниот девизен курс имаат влијаение врз кредитната доларизација.</i>
<i>Beer et al. (2010)</i>	<i>2,556 домаќинства во</i>	<i>2004</i>	<i>Анализа на одговорит</i>		<i>Повеќе прашања</i>		

Финансиската доларизација, либерализацијата на капиталните текови и финансиската стабилност

	<i>Австрија</i>		<i>е од прашални кот</i>				
<i>Zellemeier, J., Nagy, P. M., Jeffrey, S. (2010)</i>	<i>Латвија, Естонија, Албанија, Србија, Хрватска, Литванија, Таџикистан, Бугарија, Унгарија, Украина, Казахстан, Молдавија, Полска, Русија, Чешка</i>	<i>2000-2008</i>	<i>Panel, GMM</i>	<i>ниво на бруто финансиска интеграција (надворешни средства + надворешни извори /БДП; преку гранично позајмување на банките, кредити/депозити</i>	<i>променливост на инфлацијата, управување, фиксен девизен курс, странски банки</i>	<i>депрецијација, каматни диференцијали и депозити во странски валути</i>	<i>инфлацијата, квалитетот на институциите и режимот на девизен курс имаат влијание</i>
<i>Basso, H., Calvo-Gonzalez, Jurgilas, M. (2011)</i>	<i>26 земји од Европа</i>	<i>2000-2006 (месечни податоци)</i>	<i>Feassible generalize d least squares Домаќинства и претпријатија</i>	<i>кредитна доларизација депозитна доларизација</i>	<i>големина на изворите на странски средства, каматни диференцијали (кредити, депозити), каматни маргини (домашна валута, странска валута).</i>	<i>отвореност на економијата, режим на девизен курс, финансиска развиеност.</i>	<i>Сите променливи имаат позитивна врска со кредитната доларизација освен отвореноста на земјата. Каматниот диференцијал има негативна врска со депозитната доларизација а отвореноста има позитивна врска врз неа.</i>
<i>Brown et al. (2011)</i>	<i>9655 компании</i>	<i>2005</i>	<i>Panel data</i>	<i>Бинарна променлива</i>	<i>Компании: валута на приходите Земји: каматни диференцијали промени во девизниот курс, промени во инфлацијата, депозити во странски</i>	<i>меѓународни сметководствен и стандарди, мали компании старост, времетраење, обезбедување.</i>	<i>Каматните диференцијали имаат маргинално позитивно влијание. Тие ги објаснуваат разликите во доларизацијата помеѓу земјите но не и промените низ времето. Позитивна врска на странските банки.</i>

Финансиската доларизација, либерализацијата на капиталните текови и финансиската стабилност

					валути, странски банки, странски извори на средства, ЕБРД корпоративен индекс,		
Haiss, P. R., Rainer, W. (2011)	13 земји од Централна и Југоисточна Европа	1999-2007	Линеарна регресија	кредити во странски валути	депозити во странски валути; кредити/депозити; странски банки; девизен курс; реален девизен курс; каматни диференцијали (домашни со евро зона) реална домашна каматна стапка; променливост на каматната стапка; приватни трансфери; извоз/БДП; СДИ/БДП.		Странски извори на средства играат важна улога.
Bogoev, J. (2011)	Македонија	2000-2008	'system' GMM	кредити во денари кредити во евра	реален ефективен девизен курс; учество на странски банки; странска и домашна каматна стапка; БДП, реален: инфлација; ликвидност, големина и капитал на банките.		Домашната каматна стапка има силно негативно влијание врз денарските кредити. Странската каматната стапка има силно влијание врз евро кредитите. БДП и инфлацијата имаат влијание.
Galac, T. (2011)	Хрватска	2004-2009	OLS – HAC standard error	L_n (кредити во евра за t /кредити во евра за $t-1$) L_n (депозити во евра за t /депозити во евра за $t-1$)	девизен курс и инфлација (годишни и месечни); променливи на регулаторниот трошок.		Девизниот курс и инфлацијата значајно влијаат врз доларизацијата.

Прилог број 2. Дефиниција на податоците и извори

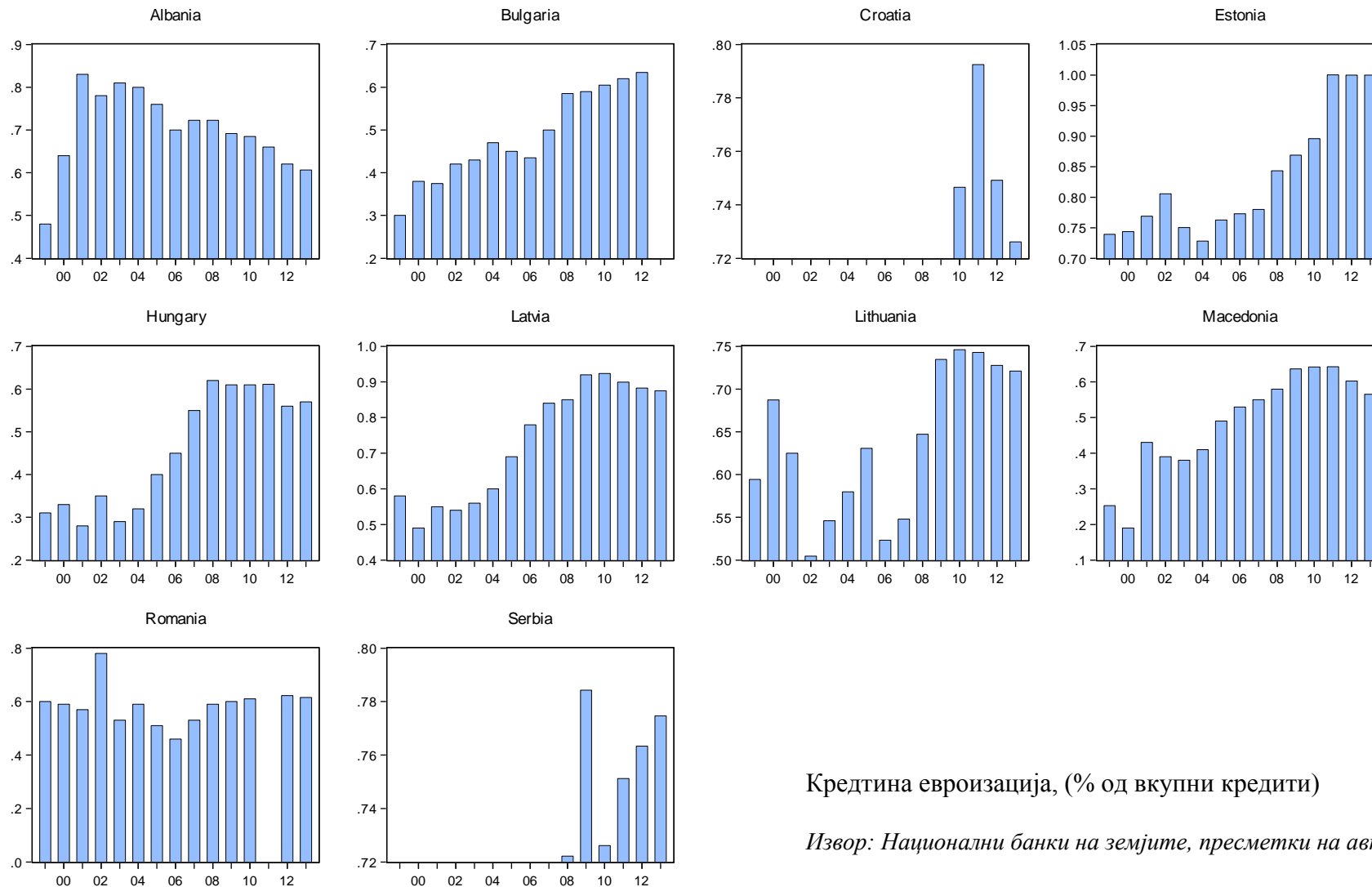
<i>Варијабла</i>		<i>Дефиниција</i>	<i>Извор</i>
<u>Зависно променлива</u>			
<i>Кредитна доларизација</i>	<i>fcc_tc_d</i>	<i>Кредити деноминирани во странски валути во однос на вкупните кредити, од домашните банки на домашните компании и домаќинства (%), прв диференцијал</i>	<i>Централните банки на земјите</i>
<u>Независно променливи – фактори на побарувачка</u>			
<i>Внатрешни фактори - кредибилитет на политиките:</i>	<i>cri_apnual</i>	<i>Годишна промена на стапката на инфлација, (индекс)</i>	<i>IFS-International financial statistics</i>
	<i>lci_eur</i>	<i>Единици на странски за единица на домашна - локална валута</i>	<i>Централните банки на земјите</i>
	<i>reer</i>	<i>Реален ефективен девизен курс (според цени на мало), (индекс)</i>	<i>IFS-International financial statistics</i>
<i>Надворешни фактори</i> • <i>трговска размена</i> • <i>инвестиции во земјата</i>	<i>ca_gdp</i>	<i>Тековна сметка од платниот биланс во однос на БДП на земјата, (%)</i>	<i>WEO, WB World economic outlook, World Bank</i>
	<i>export_gdp</i>	<i>Вкупен извоз на стоки и услуги во однос на БДП на земјата, (%)</i>	
	<i>fdi_gdp</i>	<i>Странски директни инвестиции, нето приливи како процент од БДП, (%)</i>	
<i>Влијание на банките</i> • <i>каматен диференцијал на кредитите</i> • <i>каматна стапка на кредитите</i> • <i>каматна стапка на кредитите во странски валути</i>	<i>fx_i_landing_rate_dif</i> (за сите земји на годишно ниво), <i>dif_cred_lc_fc</i> (за Албанија, Србија, Македонија, Естонија, Литванија и Хрватска, на месечно ниво)	<i>Разлика помеѓу пондерираниите каматни стапки на вкупните кредити во домашни и странски валути за тековниот период, (п.п.)</i>	<i>Централните банки на земјите</i>
	<i>lending_i_rate</i>	<i>Пондерирана каматна стапка на вкупните кредити одобрени во тековниот период, (%)</i>	
	<i>fx_lending_i_rate</i>	<i>Пондерирана каматна стапка на кредитите одобрени во странски валути за тековниот период, (%)</i>	
<u>Независно променливи – фактори на понуда</u>			
<i>Внатрешни фактори – домашни извори на средства кај банкарскиот систем – управување со средствата и обврските кај банките</i>	<i>fx_dposit_percenta ge, fx_deposit, fx_dep_to_loan</i>	<i>Депозити деноминирани во странски валути во однос на вкупните кредити, од домашните банки на домашните компании и домаќинства (%), депозити деноминирани во странски валути, (во милиони национална валута), однос на вкупните депозити и кредити во странски валути во банкарскиот систем на земјата, (%)</i>	<i>WEO, WB</i>
	<i>loan_dep_ratio</i>	<i>Однос на вкупните кредити и депозити во банкарскиот систем на земјата, (%)</i>	

	<i>dep_bdp</i>	Вкупни депозити во банкарскиот систем во однос на БДП на земјата, (%)	
	<i>foreign_bank_ebrd</i>	Странски банки во однос на сите банки (%)	<i>EBRD, European bank for reconstruction and development</i>
Надворешни фактори – меѓународни извори на средства и финансиска либерализација во земјата	<i>for_bank_assets</i>	Странски средства на банките	<i>IFS-International Financial Statistics IMF-International Monetary Found</i>
	<i>for_bank_liabilitees</i>	Странски обврски на банките	
	<i>net_for_assets</i>	Нето странски средства на банките – надворешни средства – надворешни обврски, (милиони долари)	
	<i>fa</i>	Нето финансиска сметка во (милиони долари)	
	<i>ext_loans_deposit</i>	Надворешни кредити и депозити како % од домашните банкарски депозити	<i>WEO, WB</i>
	<i>ibc</i>	Консолидирани надворешни побарувања на банките. Податоците се од перспектива на кредиторот преку што можеме да ја следиме меѓународната изложеност на банките, (милиони долари)	<i>BIS</i>
	<i>for_cla_bdp</i>	Консолидирани надворешни побарувања на банките во однос на БДП на земјата (%)	<i>WEO, WB</i>
	<i>loans_abroad_gdp</i>	Кредити од странски банки во однос на БДП, (%)	
	<i>remm_gdp</i>	Дознаки од странство во однос на БДП на земјата, (%)	
	<i>ca_open</i>	<i>Chinn-Ito index (КАOPEN)</i> е индекс кој го мери степенот на отвореност на капиталната сметка на земјата	<i>Chinn u Ito, 2014</i>
Влијание на банките • Каматен диференцијал на депозитите • Камата на депозитите во странски валути • Камата на депозитите • Каматен распон	<i>dif_dep_lc_fc</i>	Разлика помеѓу пондерираниите каматни стапки на вкупните депозити во домашни и странски валути за тековниот период, (п.п)	Централните банки на земјите
	<i>fx_dep_i_rate</i>	Пондерирана каматна стапка на депозитите во странски, (%), (за Албанија, Србија, Македонија, Естонија, Литванија и Хрватска, на месечно ниво)	
	<i>dep_i_rate</i>	Пондерирана каматна стапка на депозитите во странски, (%)	
	<i>i_rate_spread</i>	Разлика помеѓу пондерираниите каматни стапки на кредити и пондерираните каматни стапки на депозитите, (п.п)	
<u>Независно променливи – финансиска развиеност</u>			
Внатрешни извори	<i>m2_gdp</i>	Пари и квази пари во однос на БДП на земјата, (M2) како % од БДП	<i>WEO, WB</i>
	<i>credit_gdp</i>	Кредити на приватниот сектор во однос на БДП, (%)	
	<i>ebrd_b</i>	ЕБРД индекс за реформи во банкарскиот систем	<i>EBRD</i>

Независно променливи – контролни варијабли			
Внатрешни фактори – доверба во одржливост на макроекономската стабилност	<i>discount_rate</i>	Референтна каматна стапка, (%)	IFS-International financial statistics
	<i>intervention</i>	Индекс на интервенции $\frac{\left(\frac{\Delta res}{broad_m}\right)^2}{\left(\frac{\Delta cu_eur}{l_cu_eur}\right)^2 + \left(\frac{\Delta res}{broad_m}\right)^2}$	Централните банки на земјите
	<i>ebrd_fxl</i>	ЕБРД индекс на слобода на трговијата и девизниот пазар во земјата: =1 ако контроли на увозот и/или извозот и девизниот курс, =2 ако постои одреден степен на либерализација на увозот или/и извозот, речиси целосна конвертибилност на тековната сметка со постоење на ограничувања на девизниот курс (повеќекратни девизни курсеви), =3 ако се отстранети сите квантитативни ограничува на извозот и увозот, а постои речиси целосна тековна конвертибилност, =4 ако не постојат никакви квантитативни ограничувања на извозот и увозот (освен за земјоделските производи), незначајно директно мешање на министерите и државните компании во извозот и увозот, големи не стандардизирани царински давачки за неземјоделските стоки и целосна тековна конвертибилност, =4.3 ако земјата има стандарди и перформанси на развиена земја, ги отстранила сите тарифни бариери, СТО членка.	EBRD
	<i>res, res_imp</i>	Резерви минус злато, (во милиони долари), покриеност на извозот со девизните резерви, (во месеци)	IFS-International financial statistics, WEO, WB
<i>current_capital_a</i>	Тековна во однос на капитална сметка, (%)		
<i>eurobond_gdp</i>	Задолженост со евро обврзници во однос на БДП на земјата, (%)		
Алтернатива на вложување – аверзија кон ризик	<i>capitalization_GDP</i>	Пазарна капитализација ма котираните акции (% од БДП)	IFS-International financial statistics, WEO, WB
	<i>Stocks_GDP</i>	Вкупна вредност тргувањата со акции, (% од БДП)	
	<i>Stocks_turnover_ratio</i>	Коефициент на обрт на тргување (%)	

Прилог број 3. Дескриптивна статистика на варијаблите во моделот

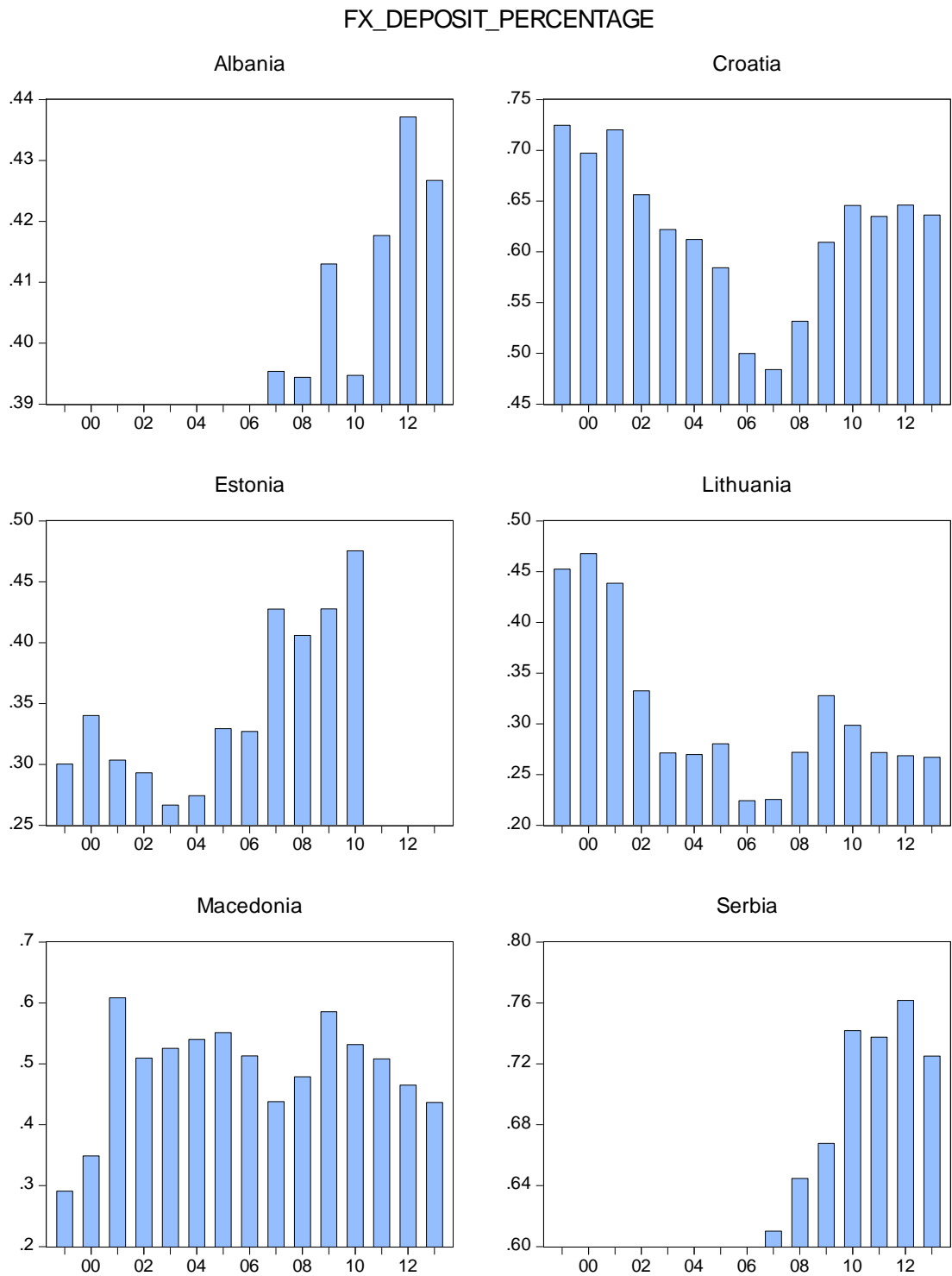
FCC_TC



Кредитна евроизација, (% од вкупни кредити)

Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

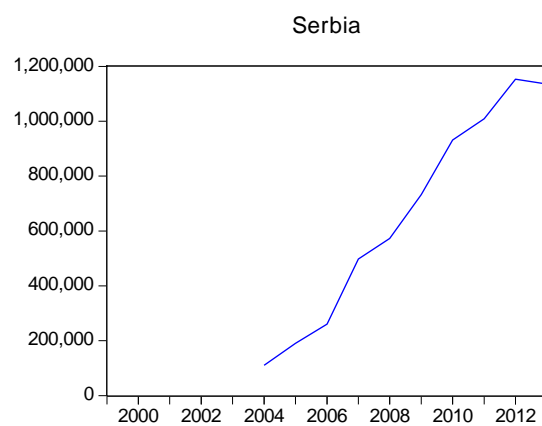
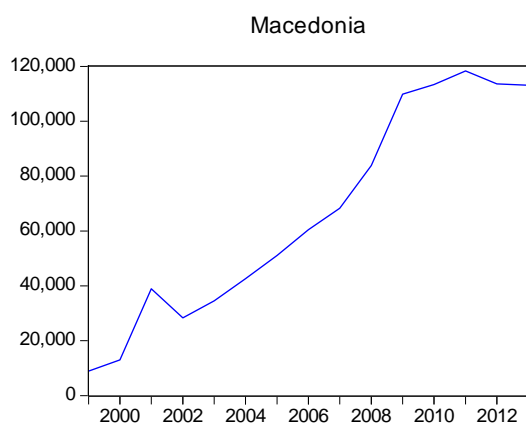
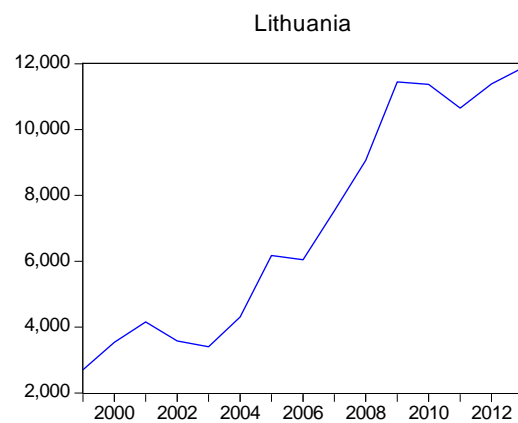
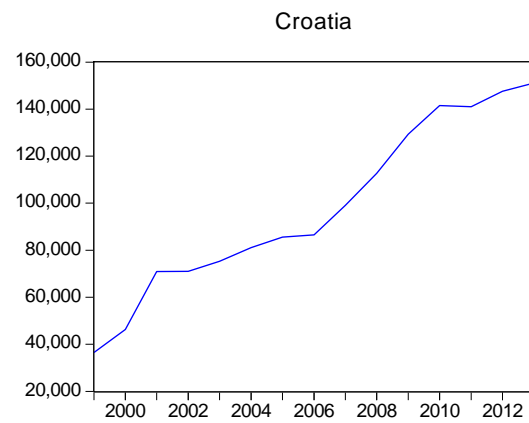
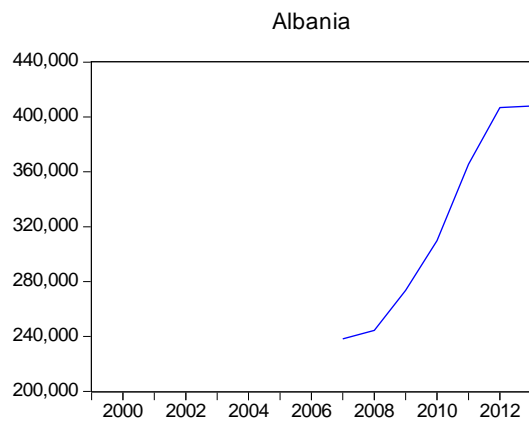
Депозитна еврозиација, (% од вкупни депозити)



Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

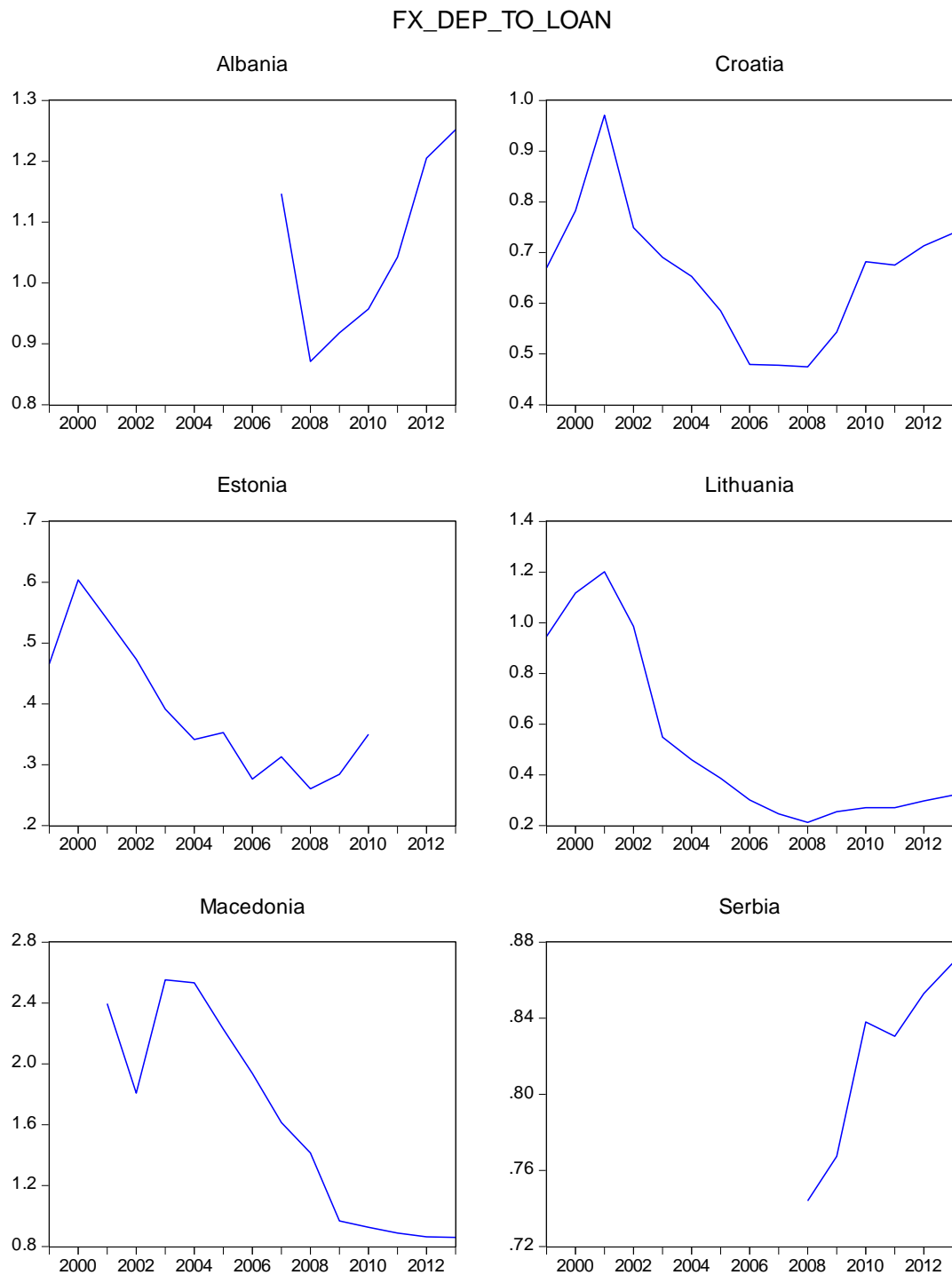
Депозитити со валутна компонента, (во милиони национална валута)

FX_DEP



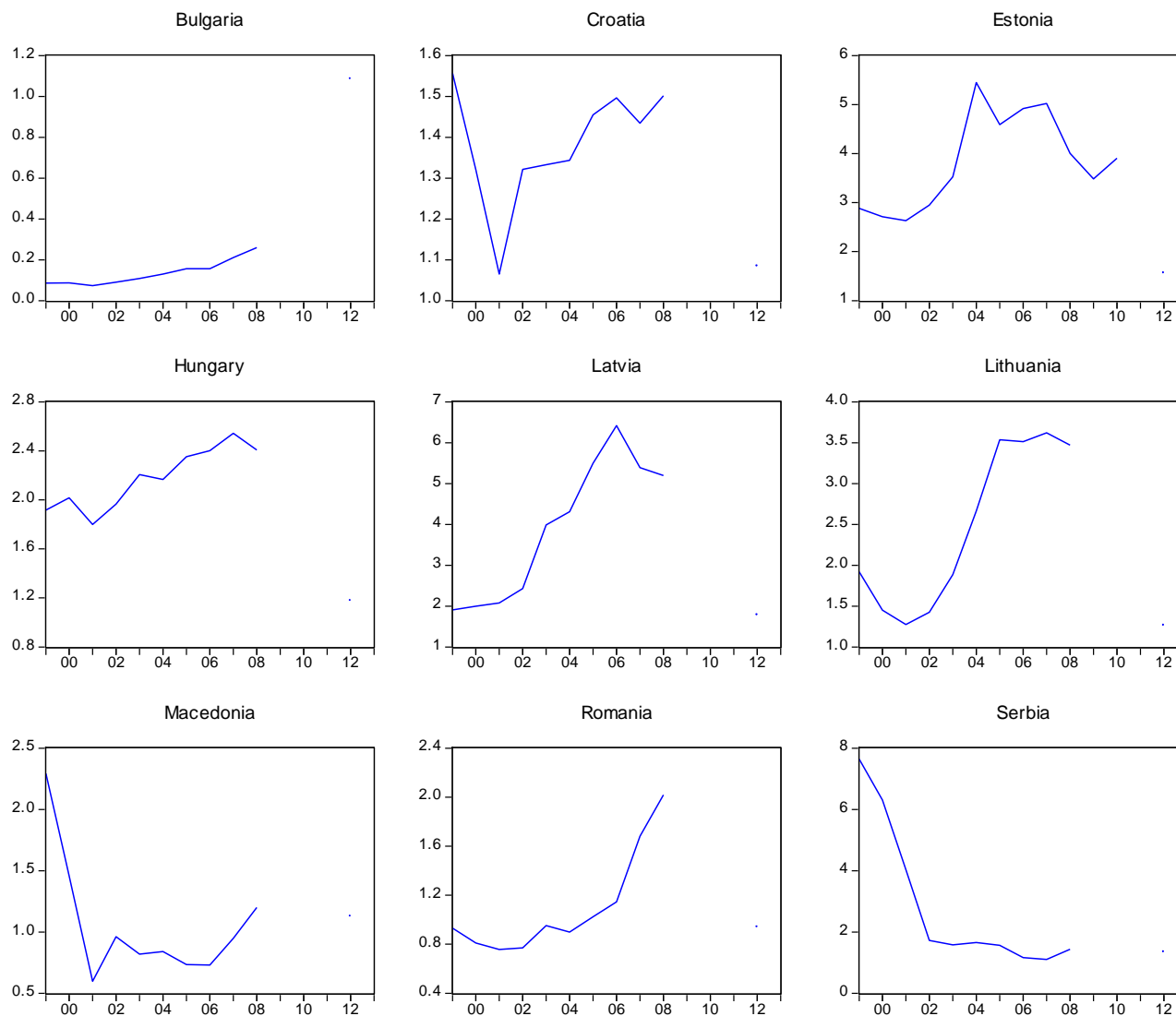
Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

Однос на депозити во странски валути и кредити во странски валути, (во %)



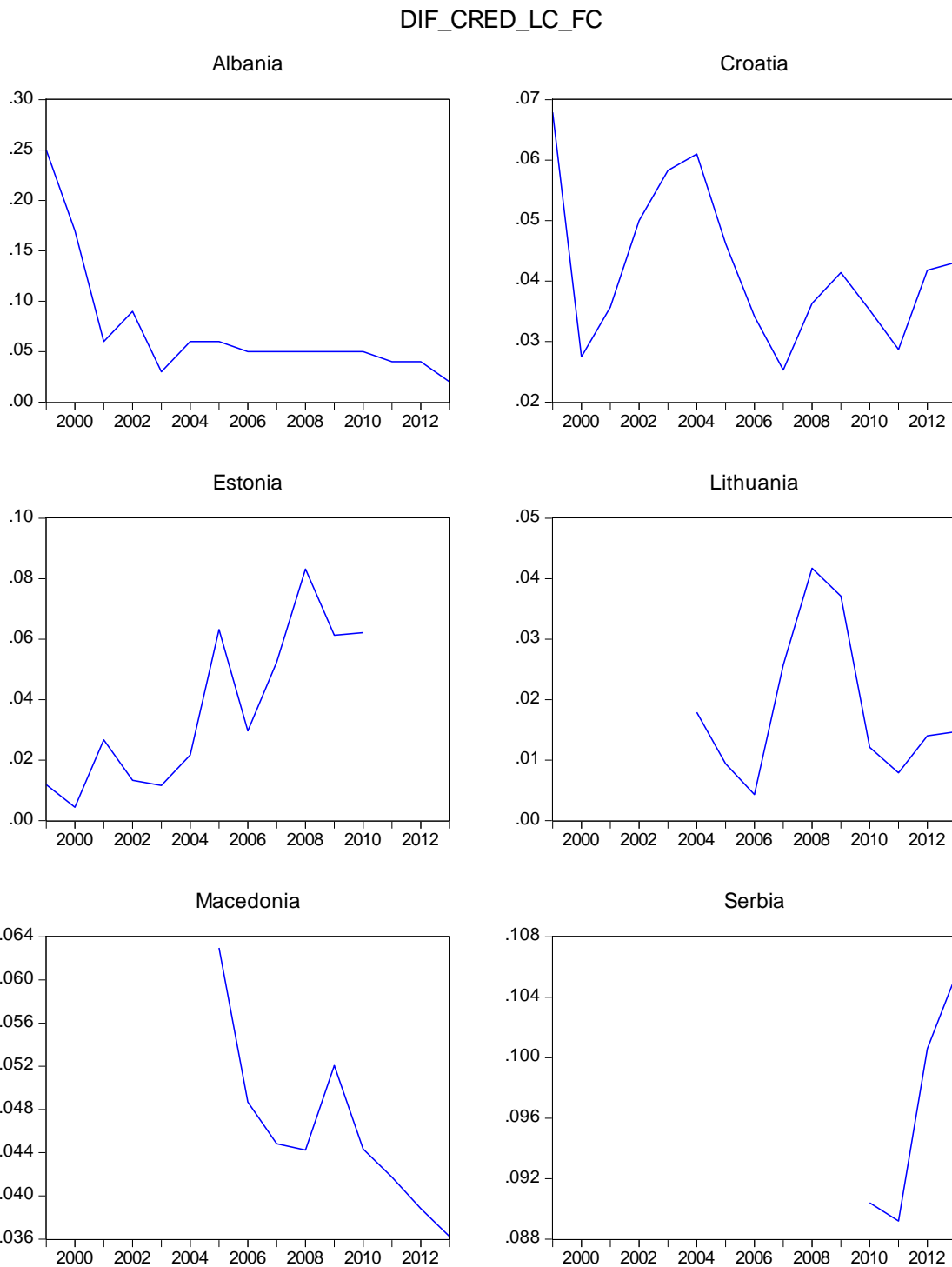
Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

Однос на вкупните кредити и депозити во банкарскиот систем на земјата, (%)
LOAN_DEP_RATIO



Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

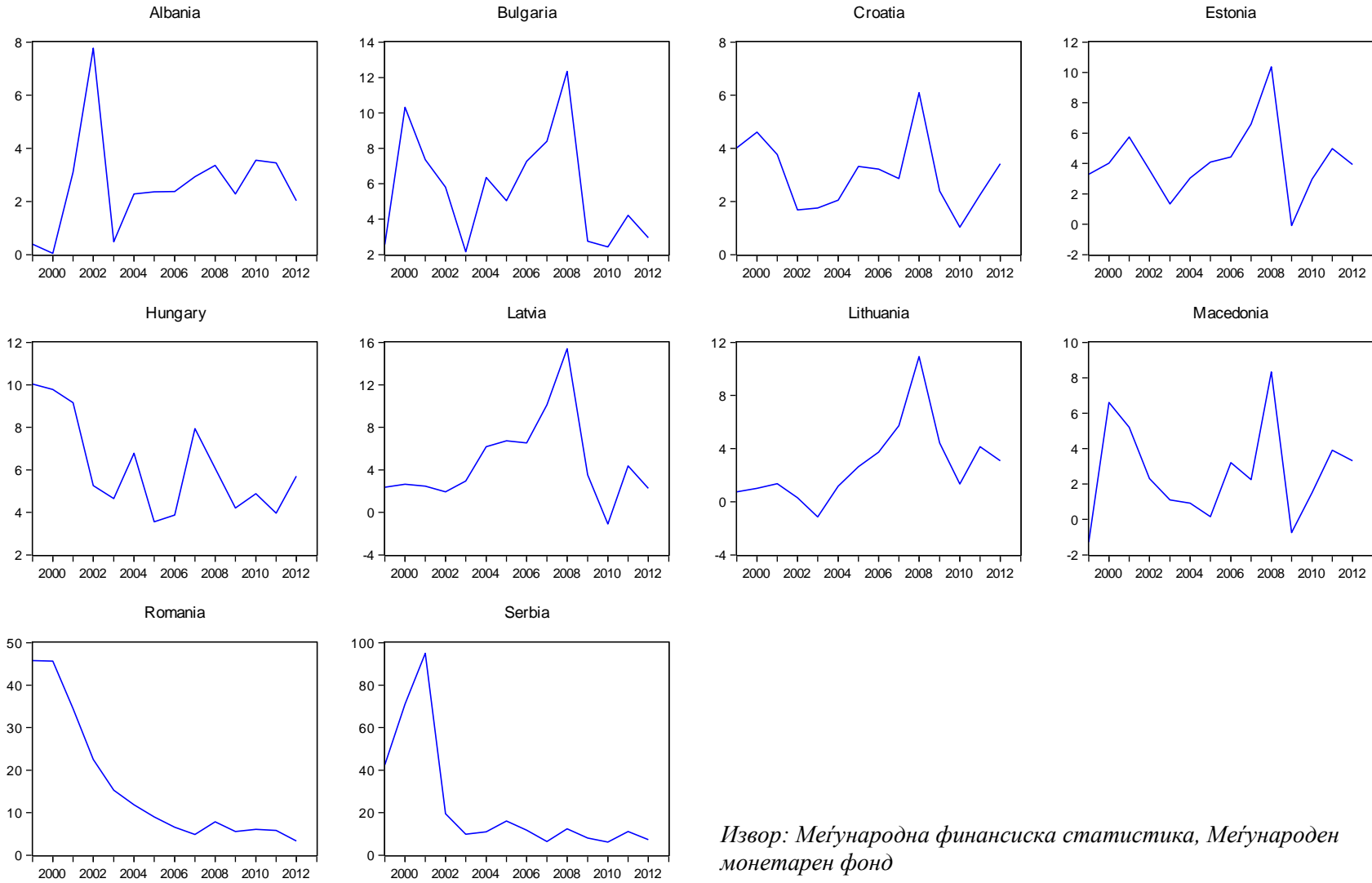
Разлика помеѓу пондерираните каматни стапки на вкупните кредити во домашни и странски валути за тековниот период, (п.п.)



Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

Индекс на цените на мало, (во % на годишно ниво)

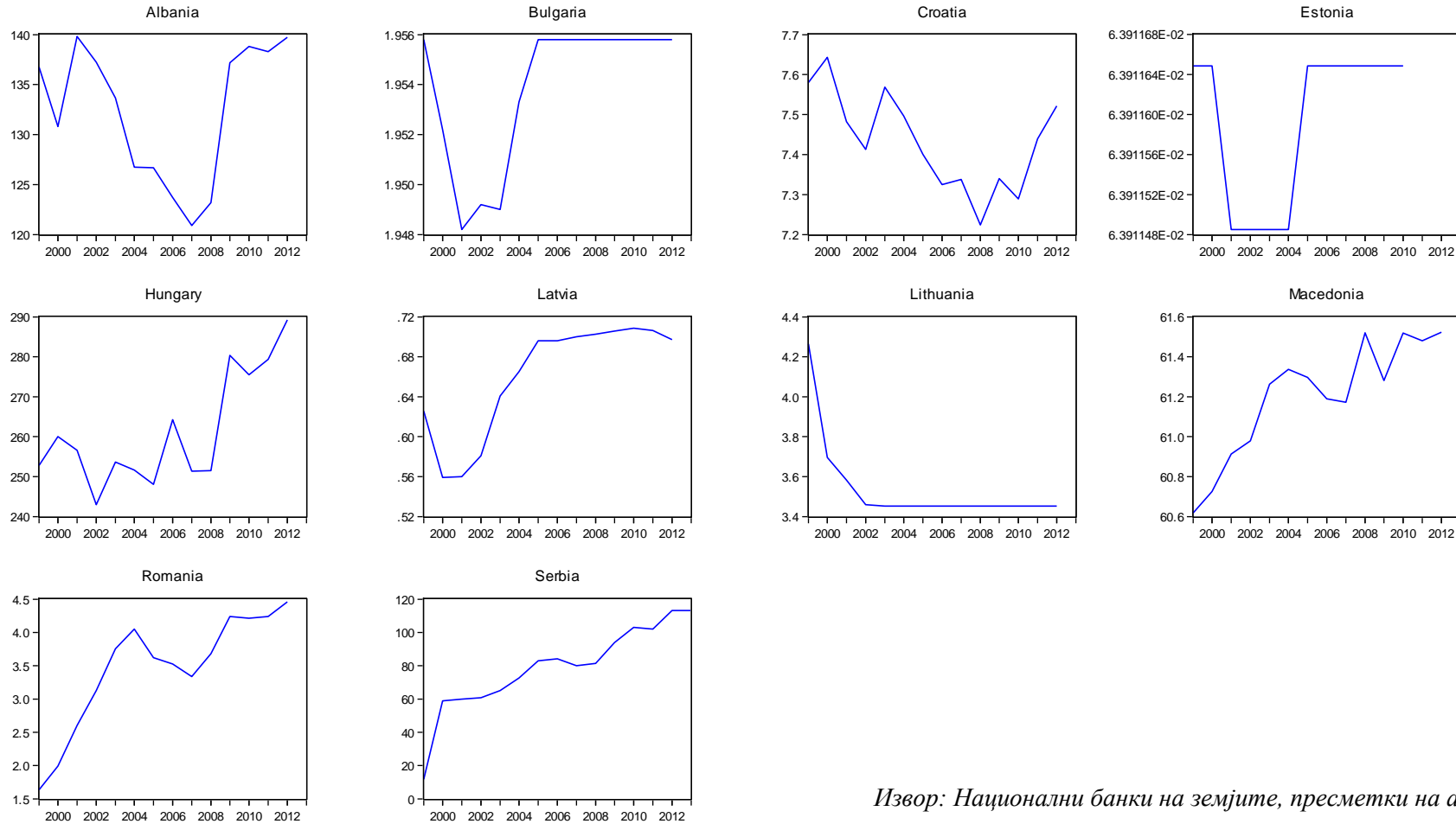
CPI_ANNUAL



Извор: Меѓународна финансиска статистика, Меѓународен монетарен фонд

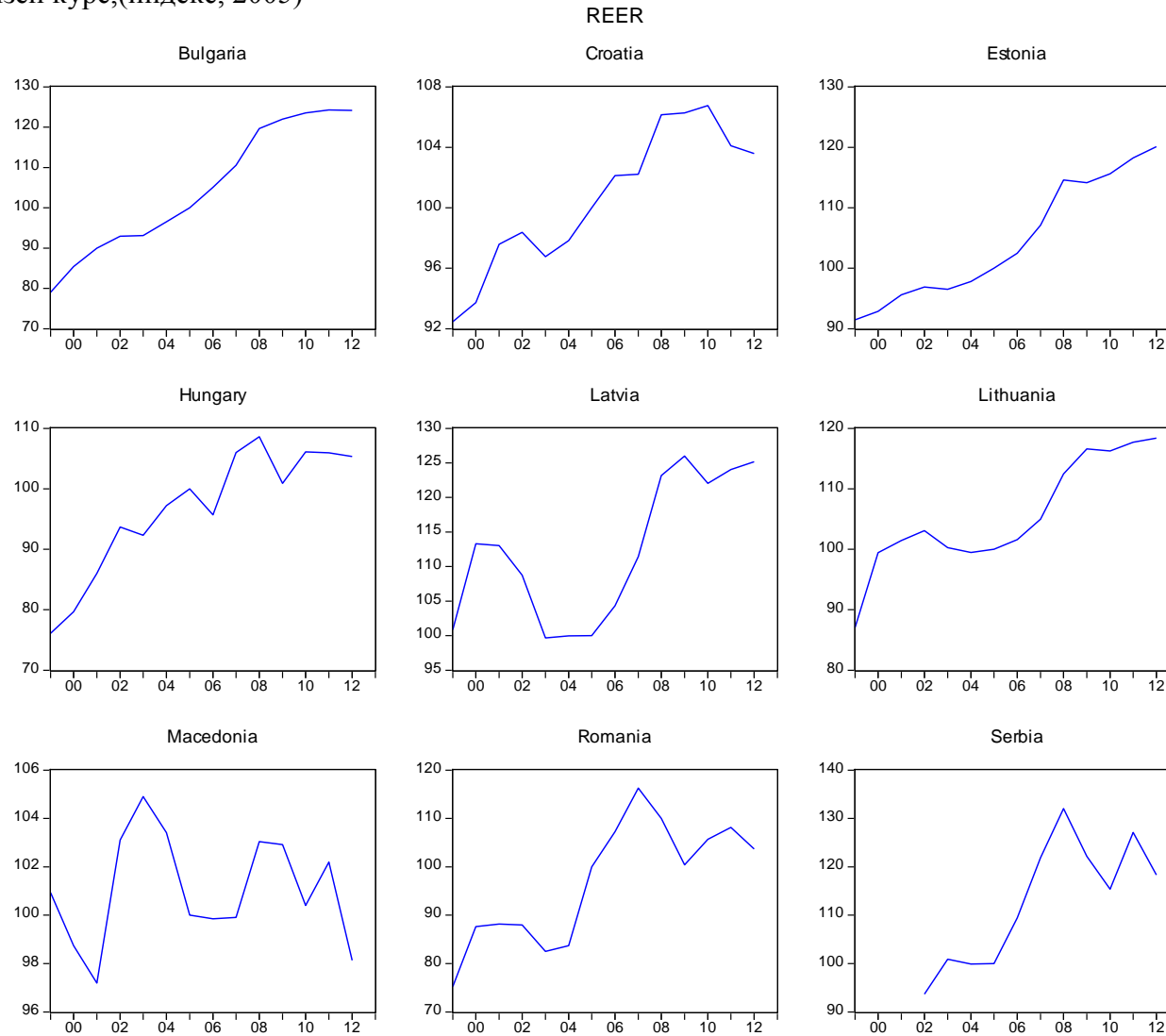
Номинален девизен курс, (локална валута за едно евро)

LCU_EUR



Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

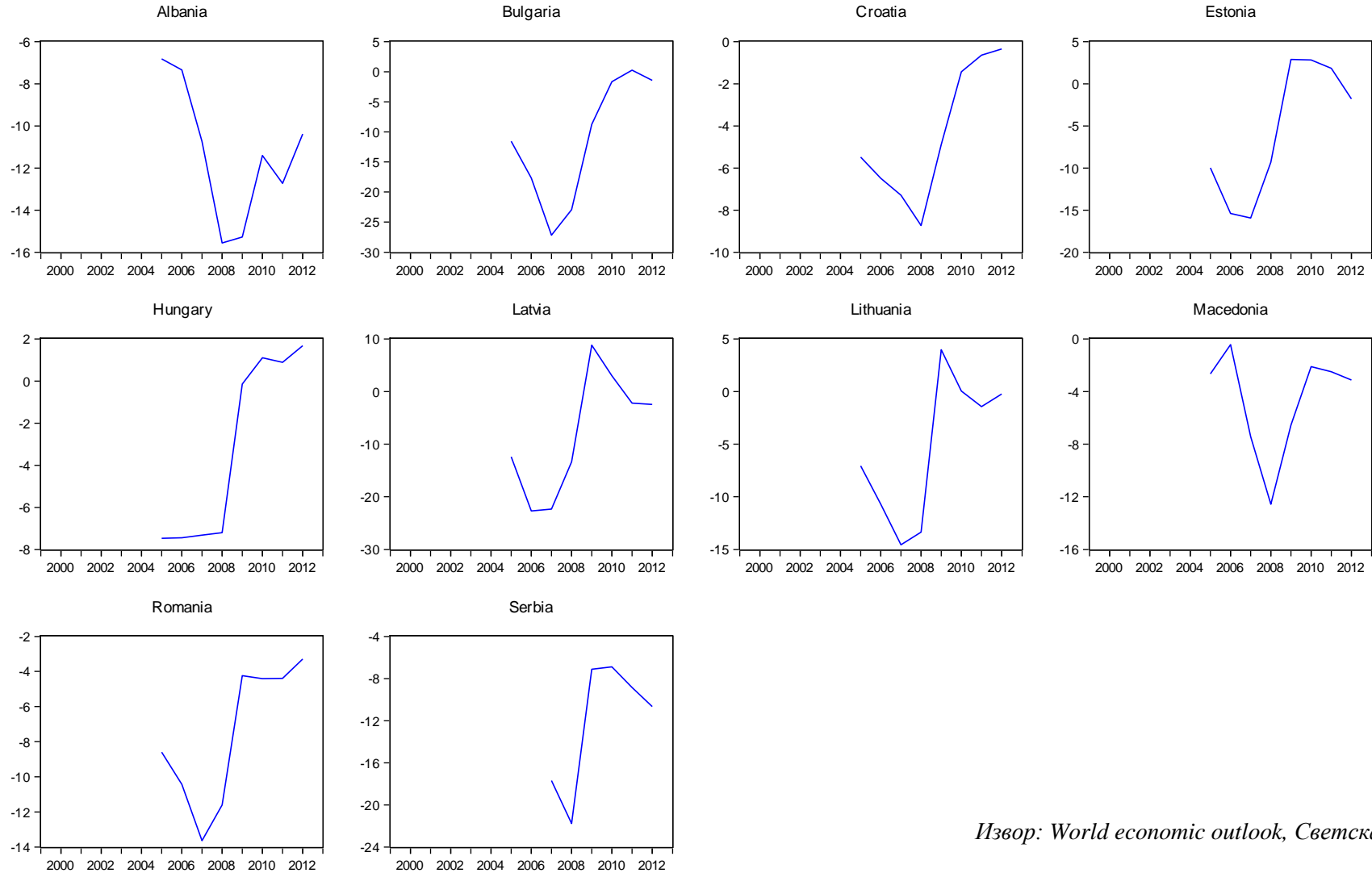
Реален ефективен девизен курс,(индекс, 2005)



Извор: Меѓународна финансиска статистика, Меѓународен монетарен фонд

Тековна сметка од платниот биланс во однос на БДП на земјата, (%)

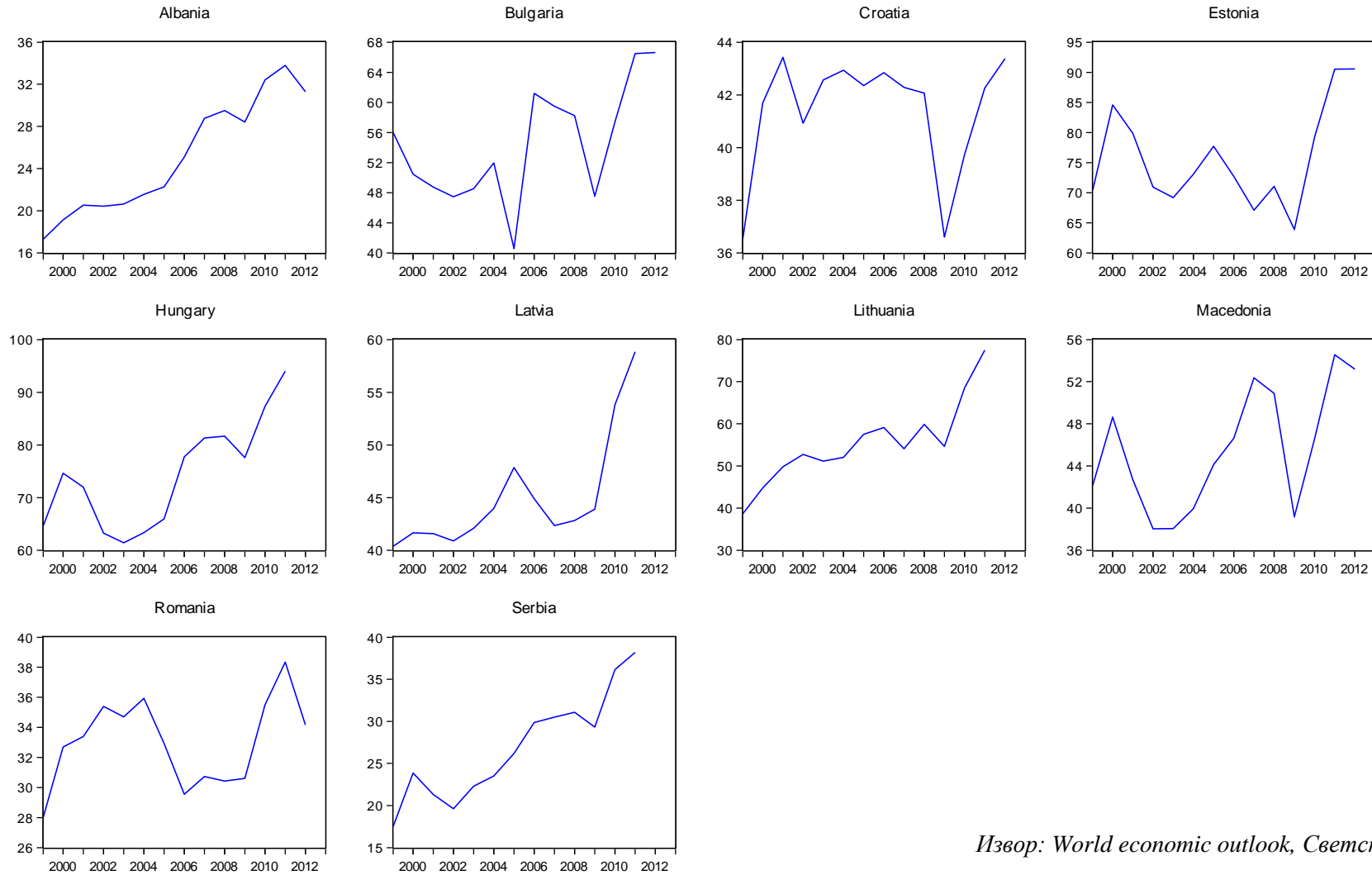
CA_GDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

Вкупен извоз на стоки и услуги во однос на БДП на земјата, (%)

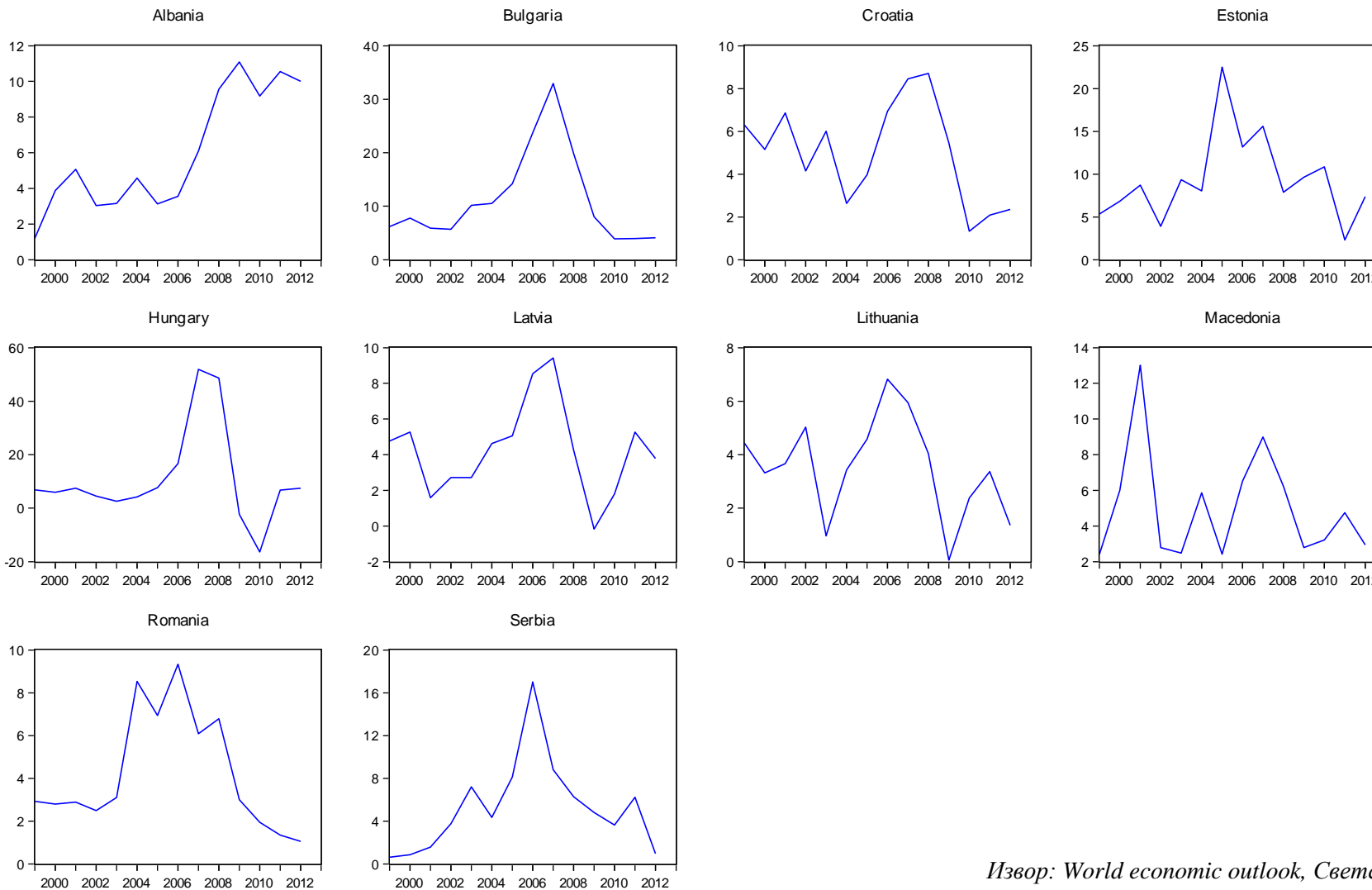
EXPORT_GDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

Странски директни инвестиции, нето приливи како процент од БДП, (%)

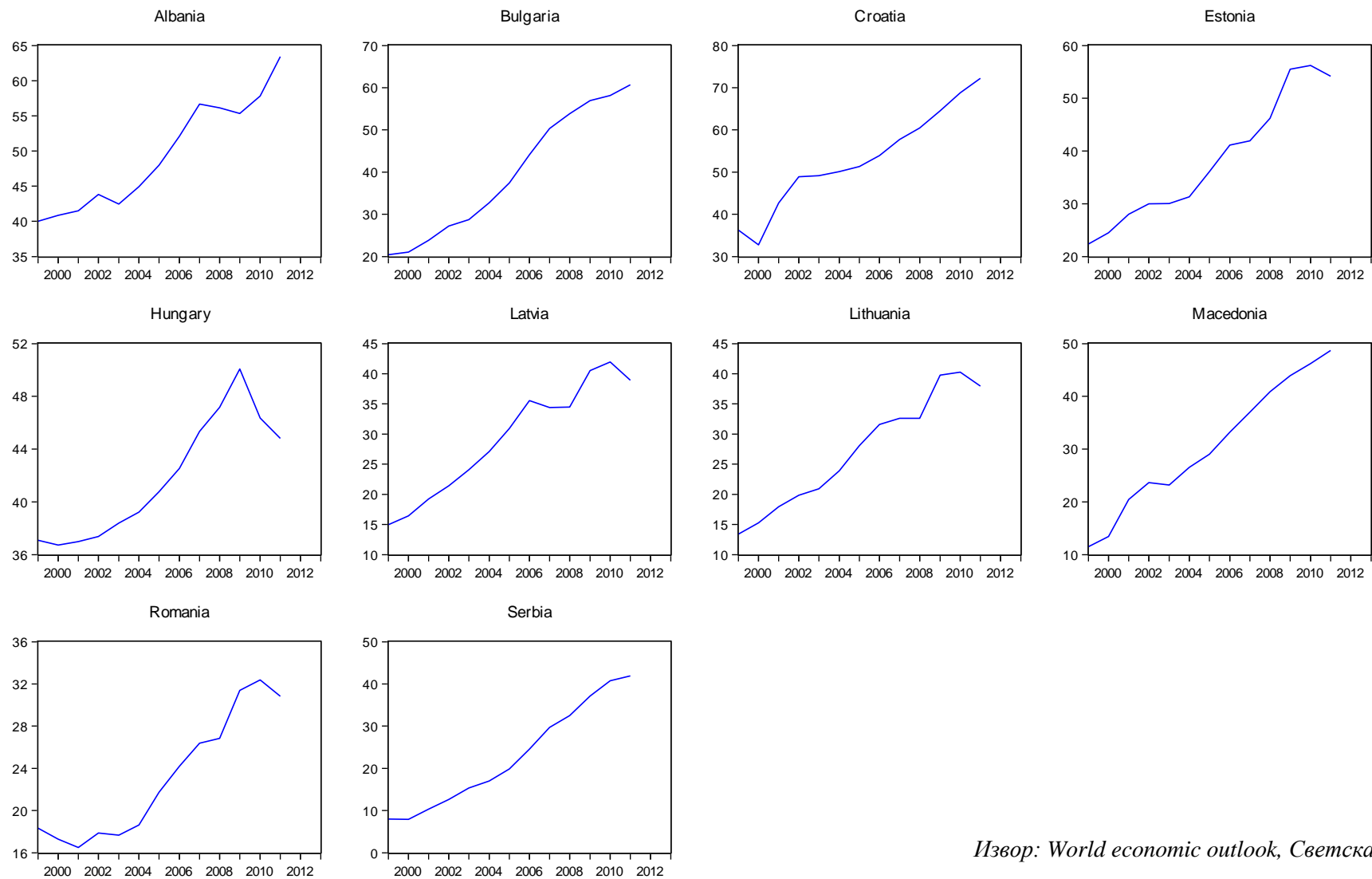
FDI_GDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

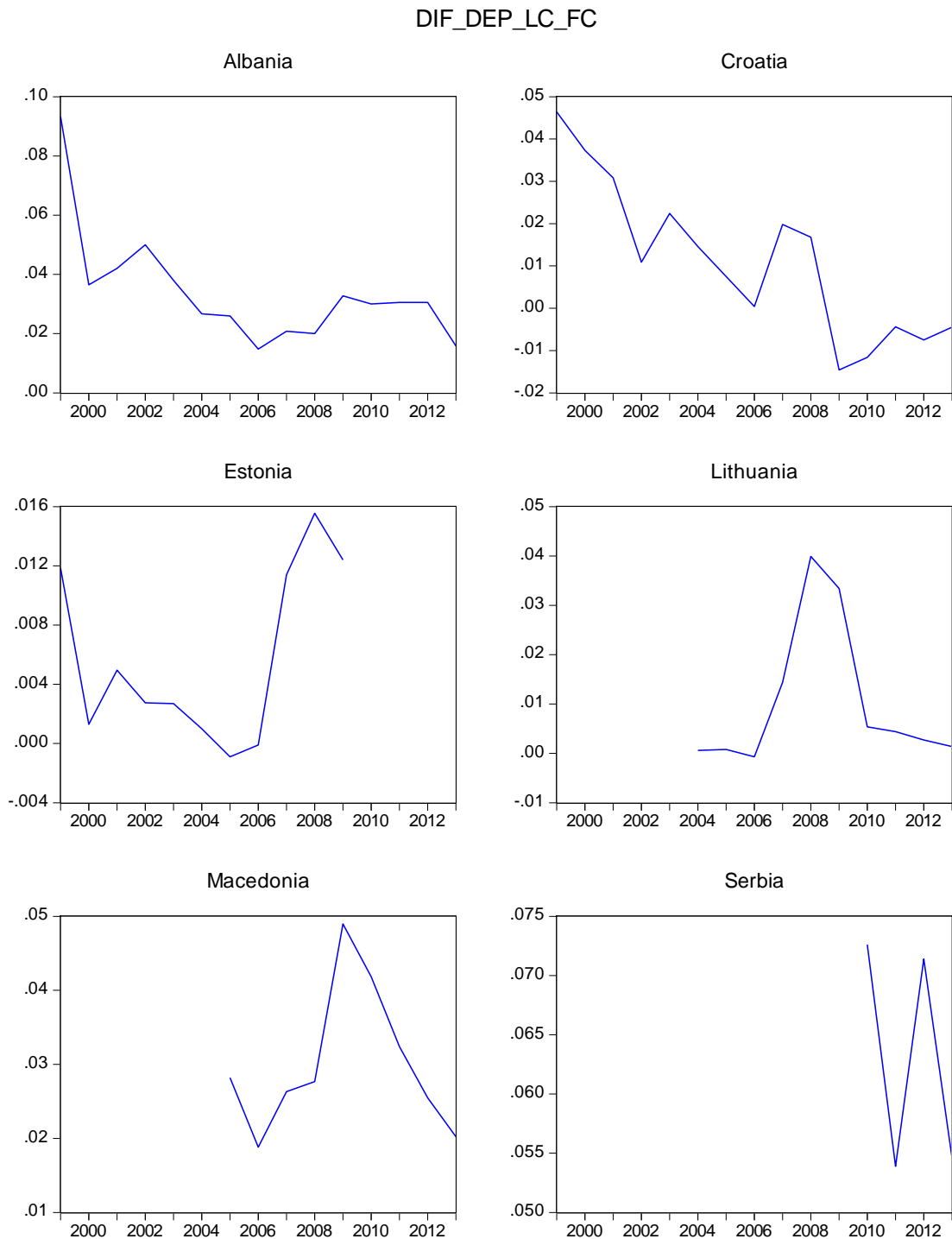
Вкупни депозити во банкарскиот систем во однос на БДП на земјата, (%)

DEP_BDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

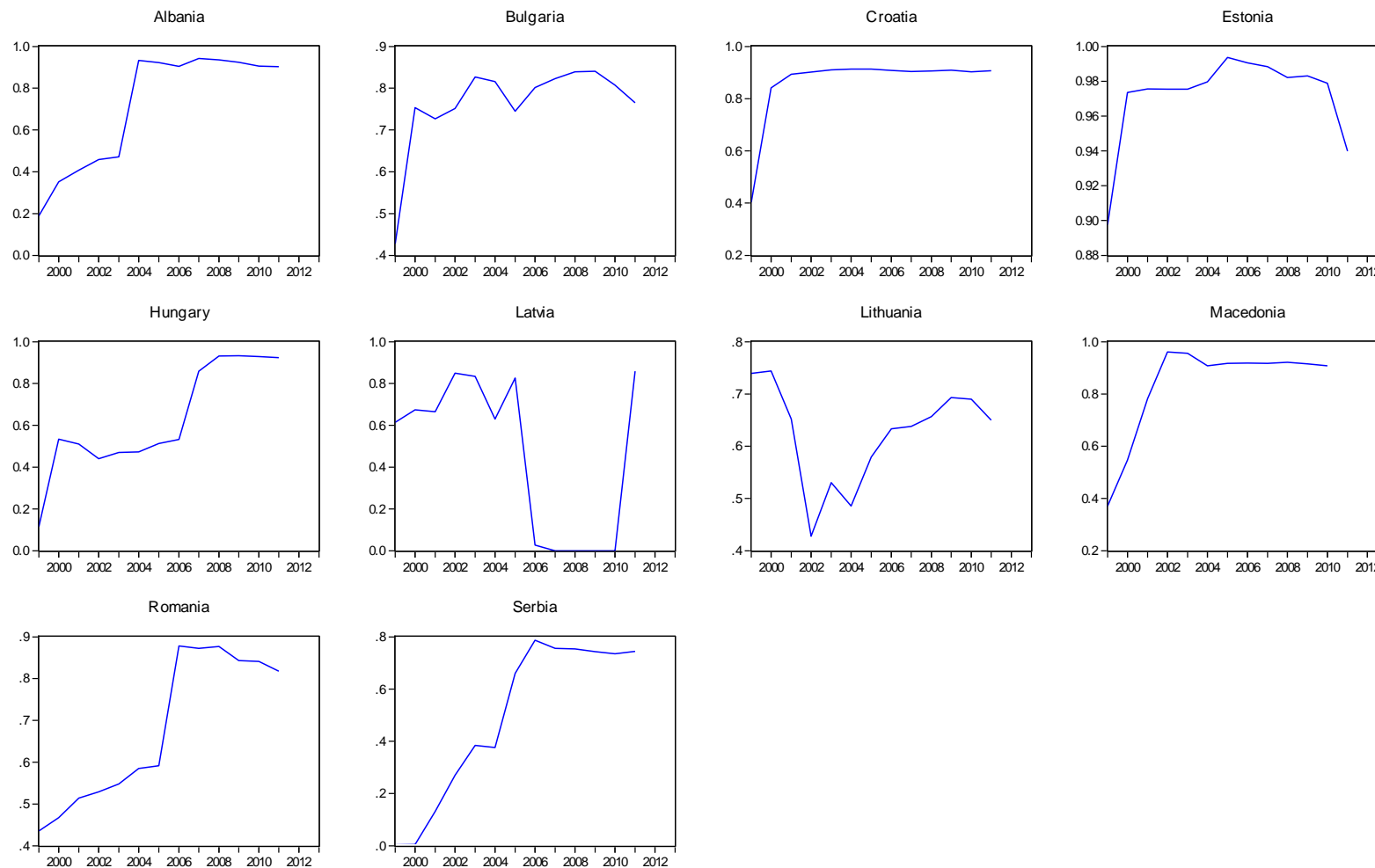
Разлика помеѓу пондерираниите каматни стапки на вкупните депозити во домашни и странски валути за тековниот период, (п.п)



Извор: Национални банки на земјите, пресметки на авторот

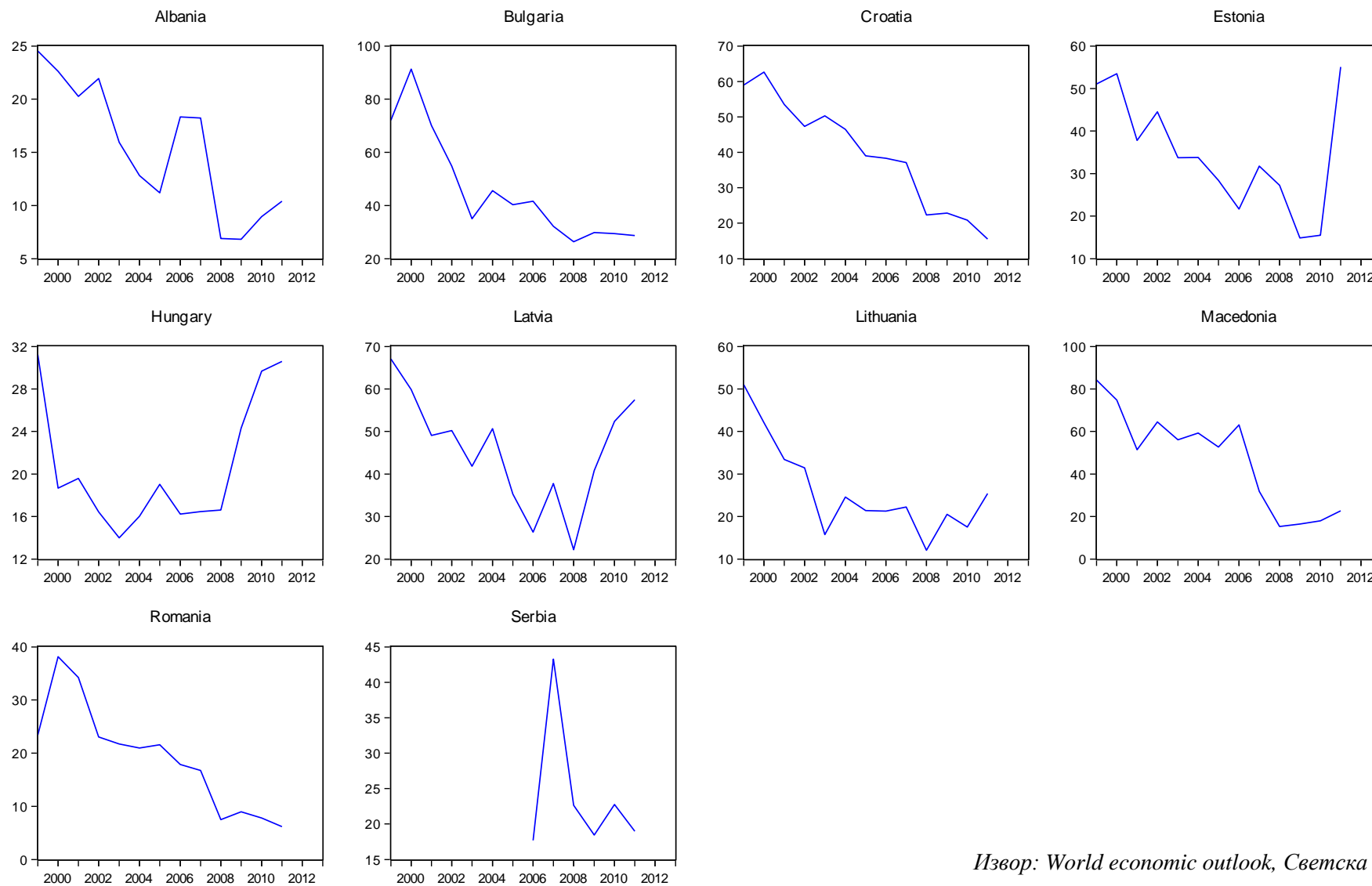
Странски банки во однос на сите банки, (%)

FOREIGN_BANK_EBRD



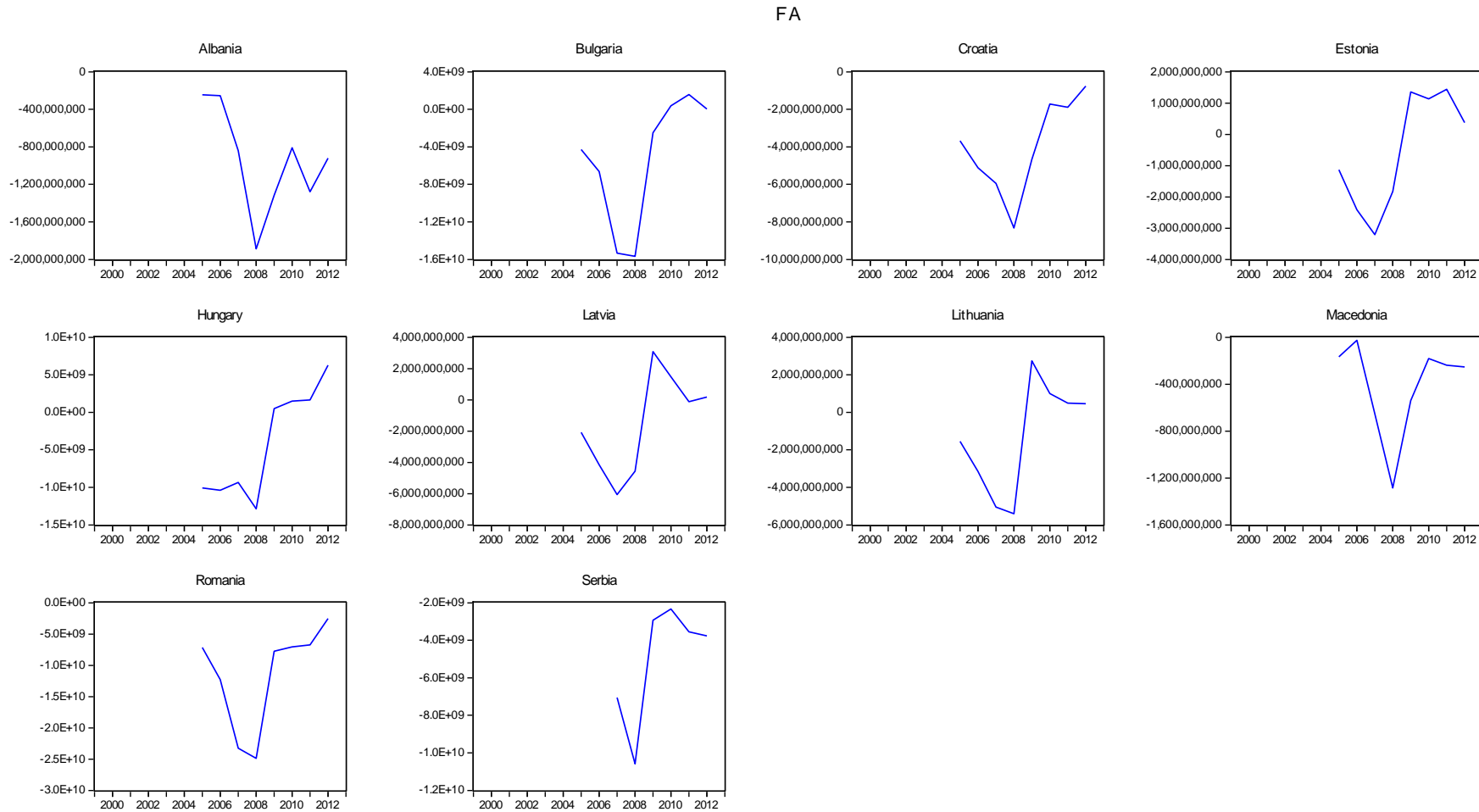
Извор: Европска Банка за поддршка на развојот, индикатори за транзиција

Надворешни кредити и депозити, (% од домашните банкарски депозити)
EXT_LOANS_DEPOSIT



Извор: World economic outlook, Светска банка

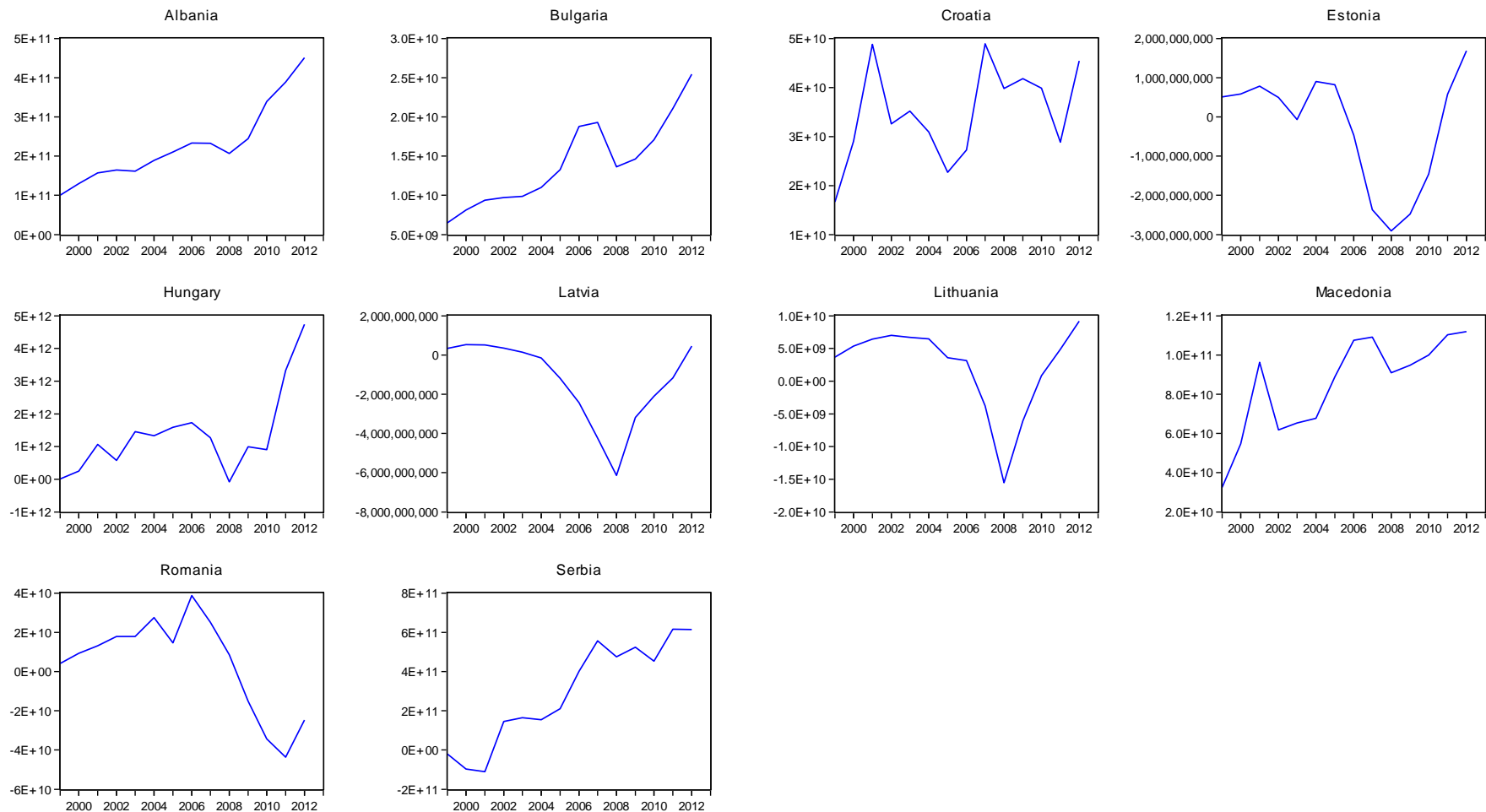
Нето финансиска сметка во, (милиони долари)



Извор: Меѓународна финансиска статистика, Меѓународен монетарен фонд

Нето странски средства на банките – надворешни средства – надворешни обврски, (милиони долари)

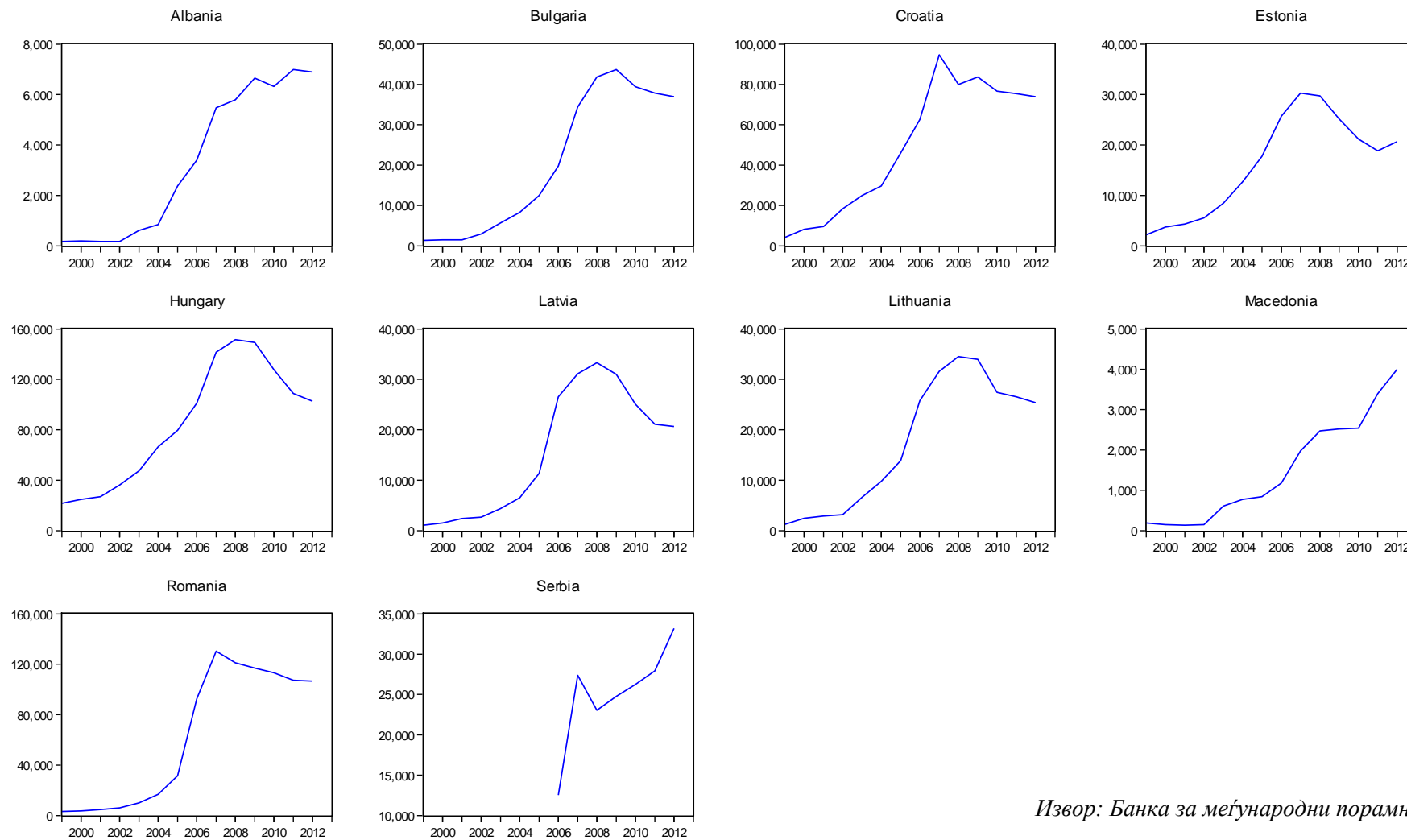
NET_FOR_ASSETS



Извор: Меѓународна финансиска статистика, Меѓународен монетарен фонд

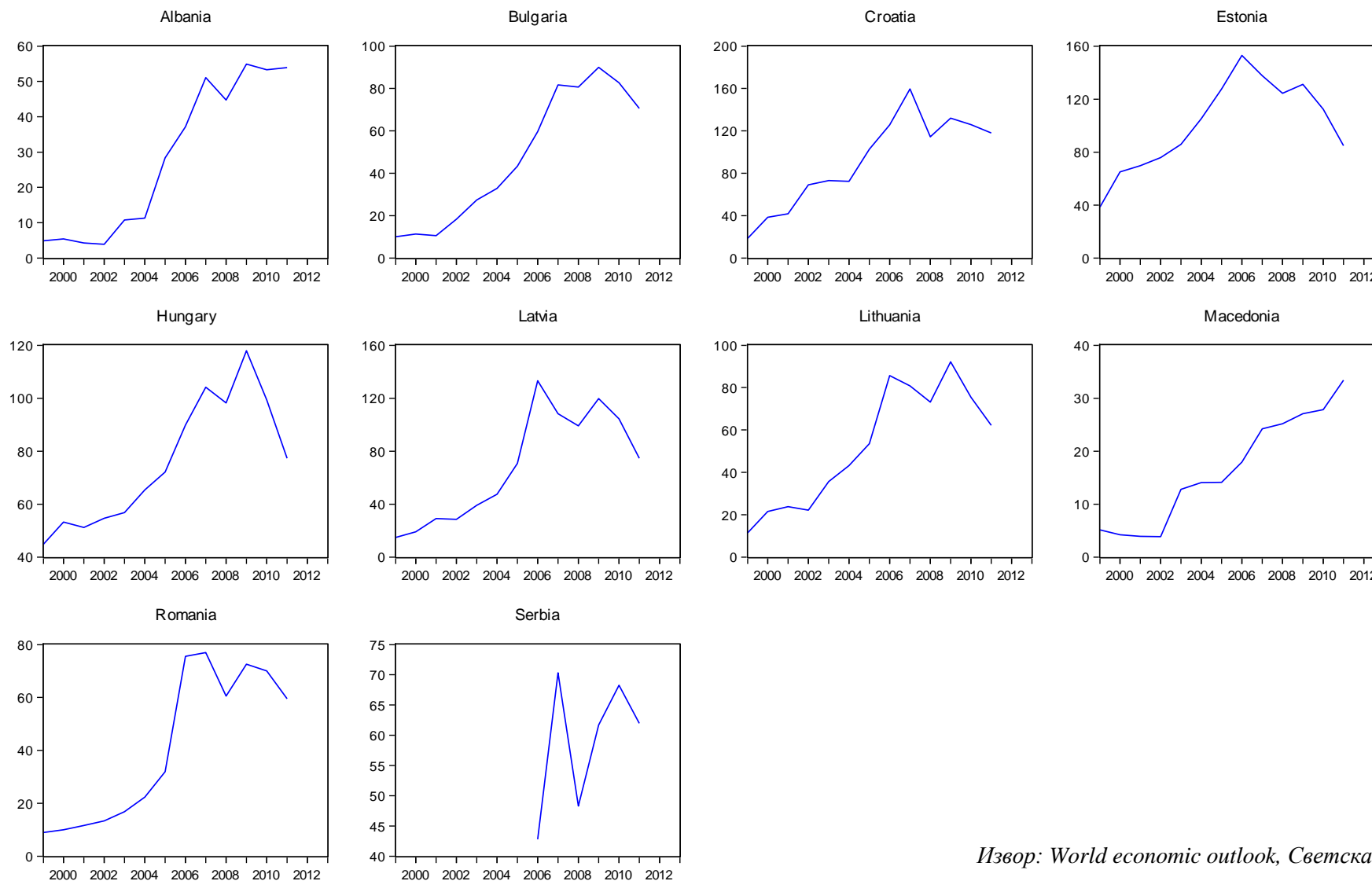
Консолидирани надворешни побарувања на банките. Податоците се од перспектива на кредиторот преку што можеме да ја следиме меѓународната изложеност на банките, (милиони долари)

IBC



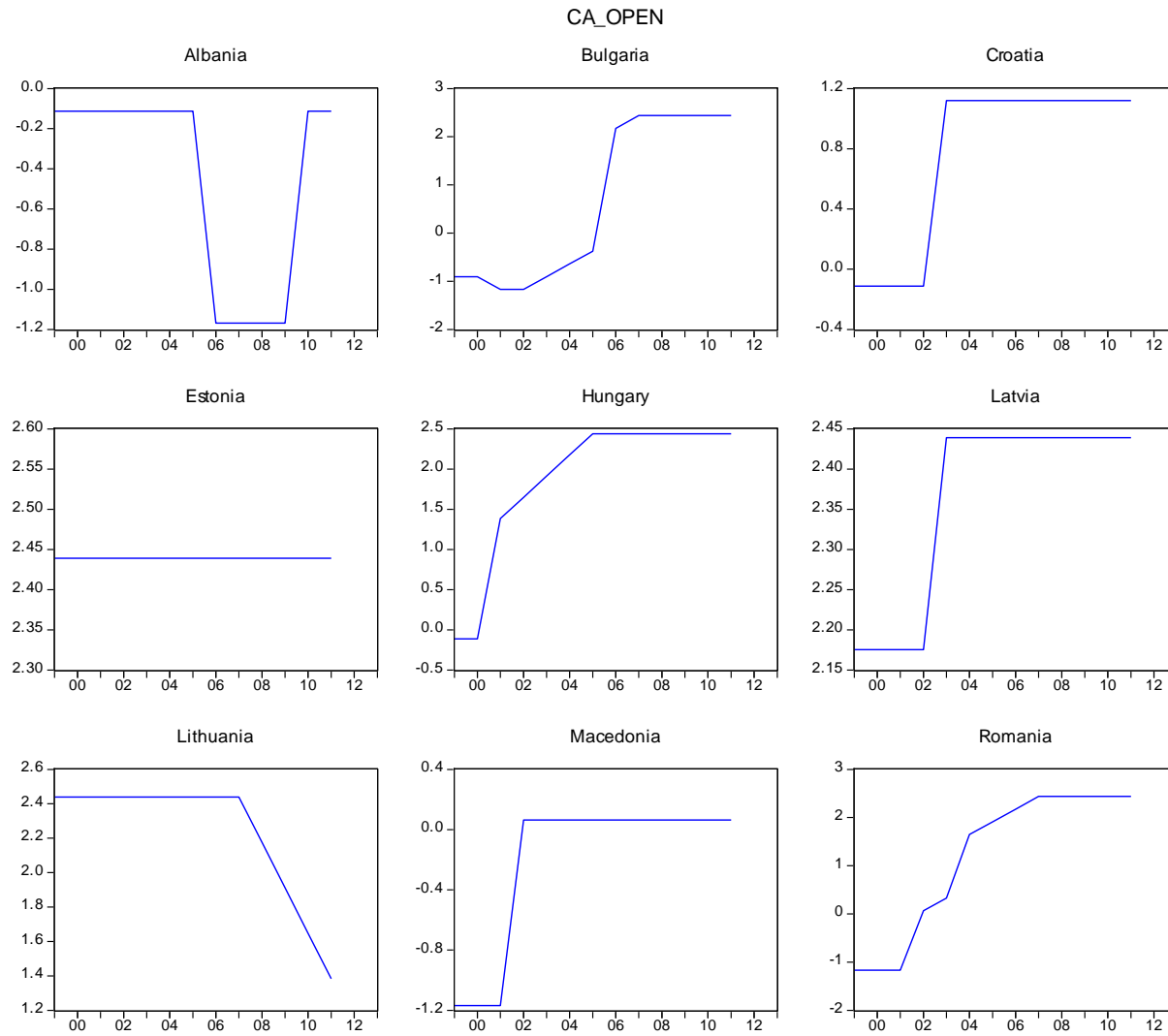
Извор: Банка за меѓународни порамнувања

Консолидирани надворешни побарувања на банките во однос на БДП на земјата, (%)
FOR_CLA_BDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

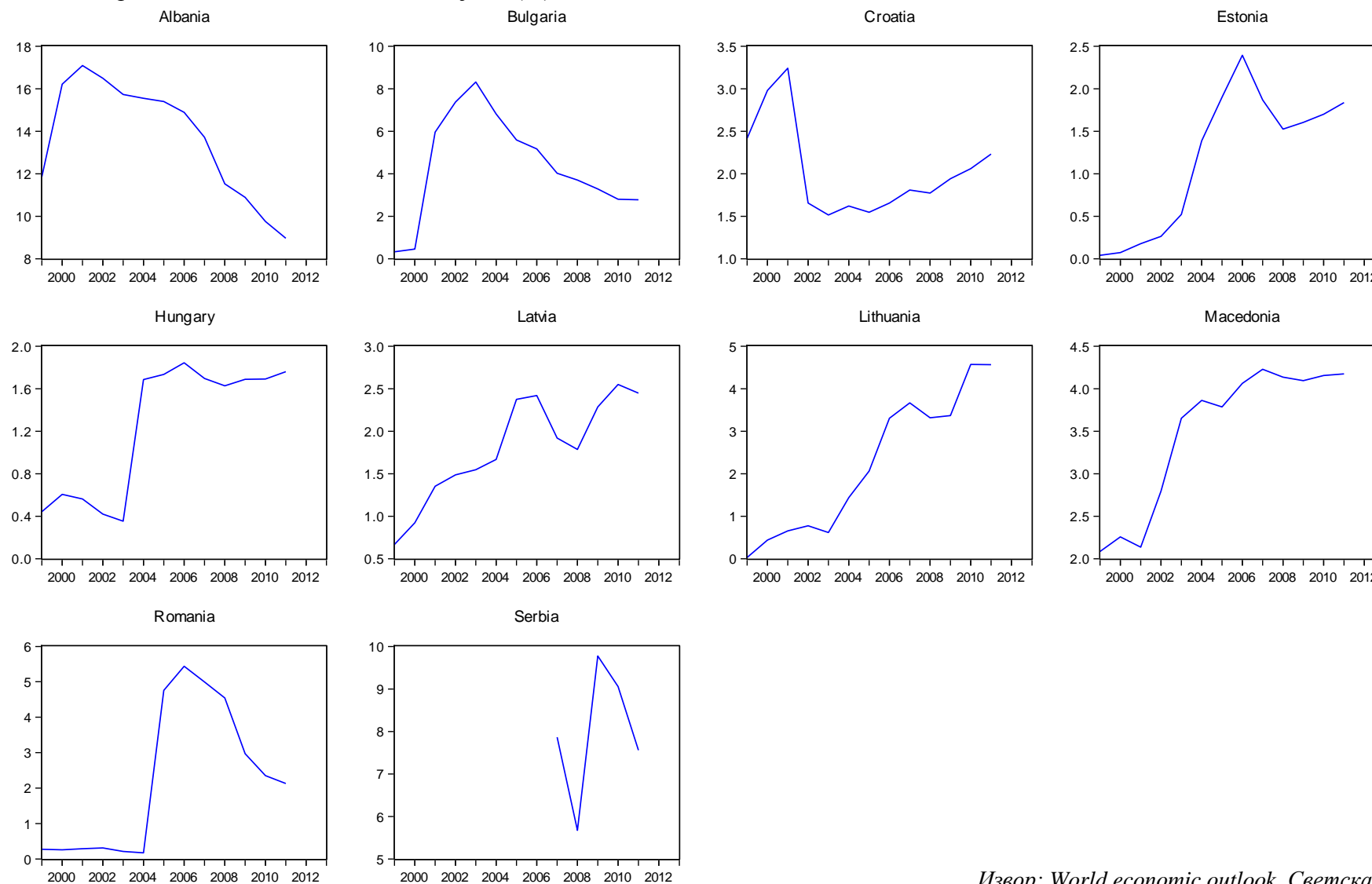
Chinn-Ito index (KAOPEN) е индекс кој го мери степенот на отвореност на капиталната сметка на земјата



Извор: Chinn и Ito, 2014

Дознаки од странство во однос на БДП на земјата, (%)

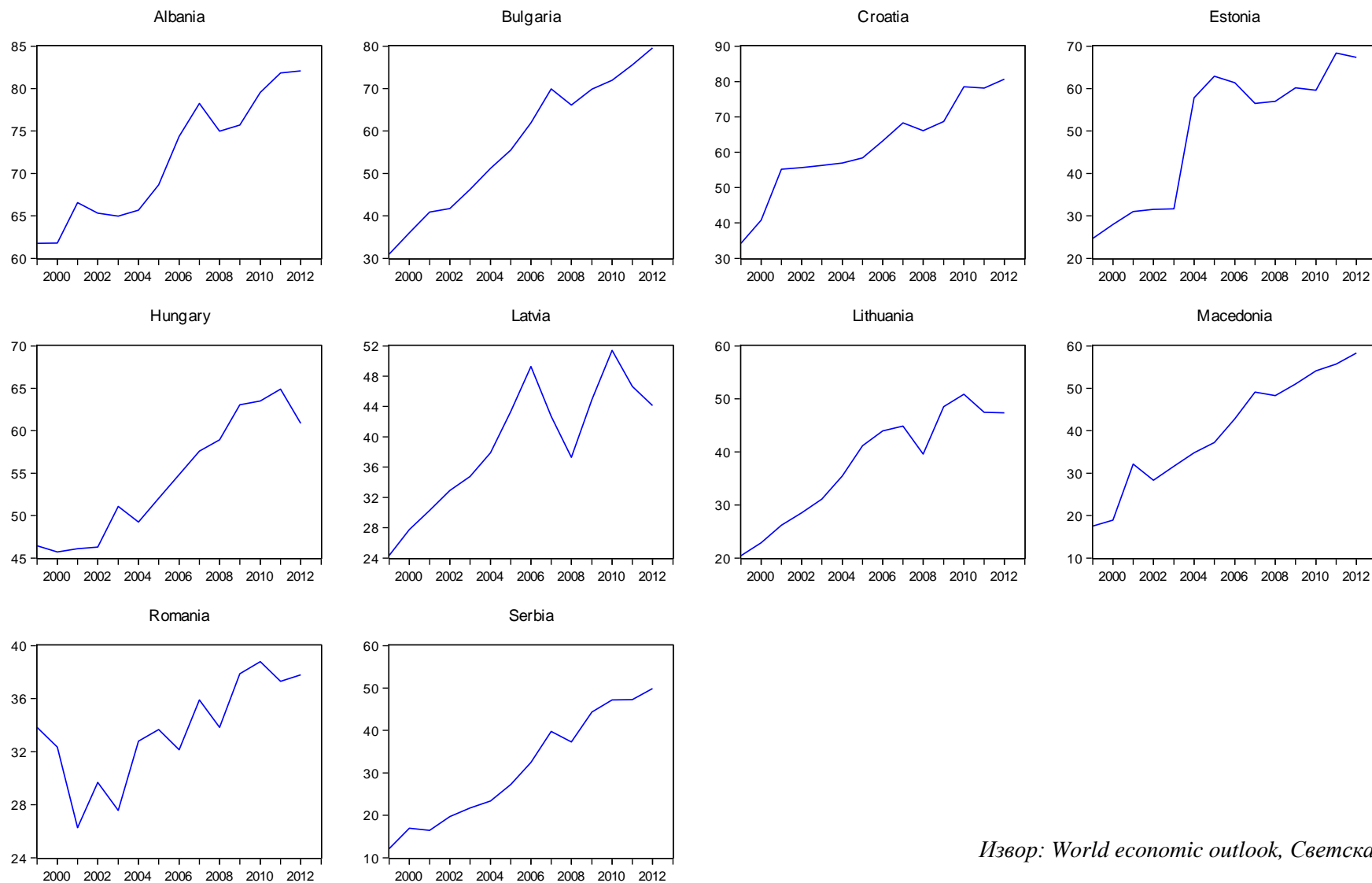
REMM_GDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

Пари и квази пари во однос на БДП на земјата, (M2 како % од БДП)

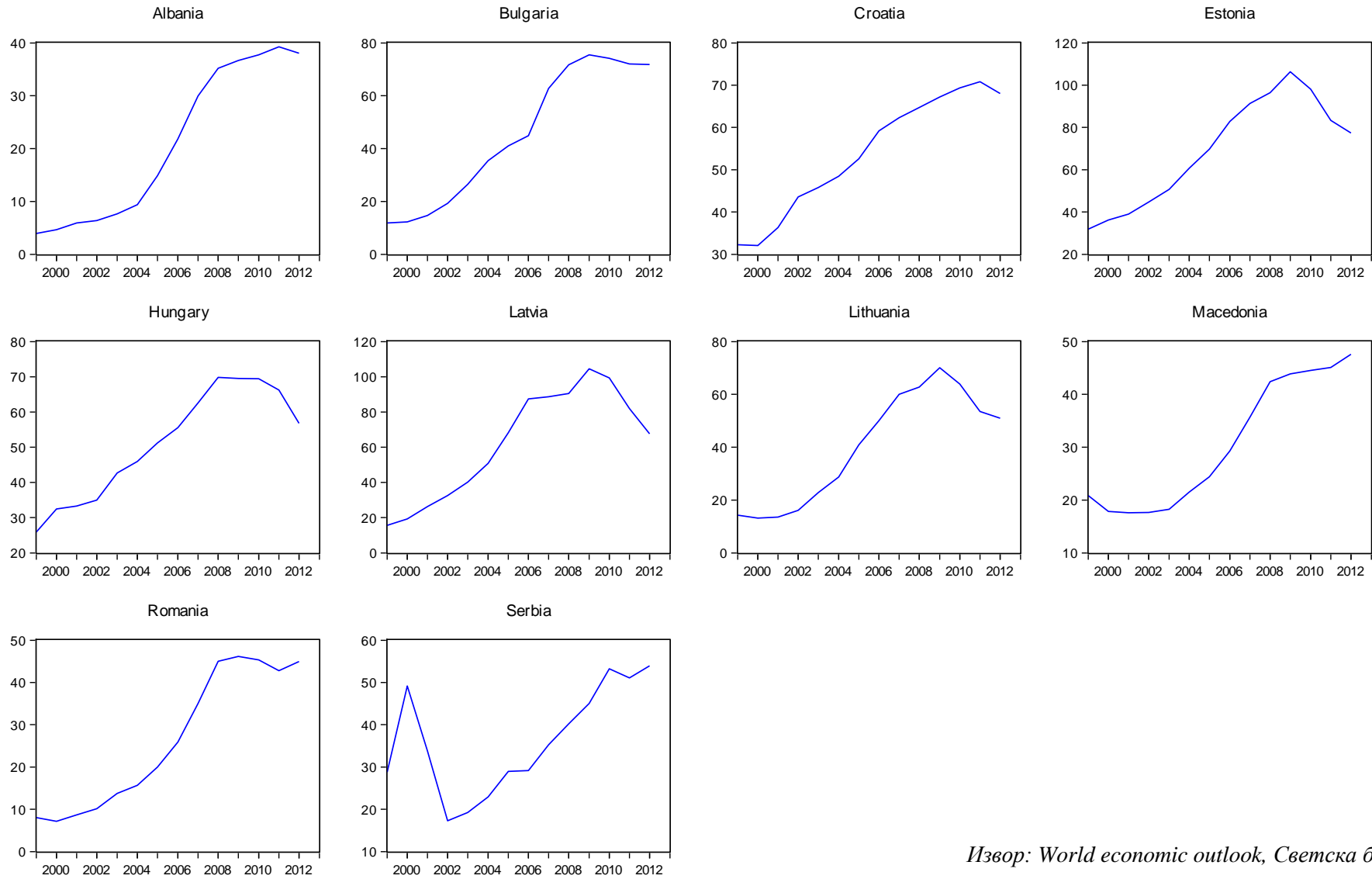
M2_GDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

Кредити на приватниот сектор во однос на БДП, (%)

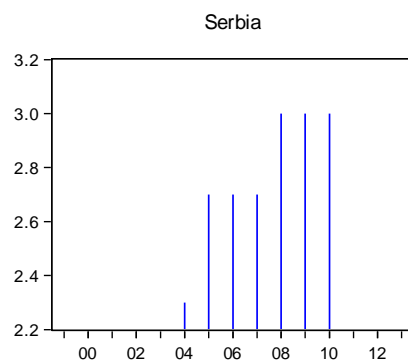
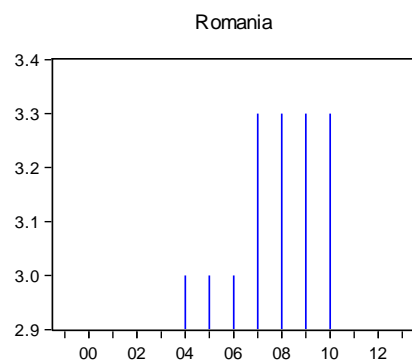
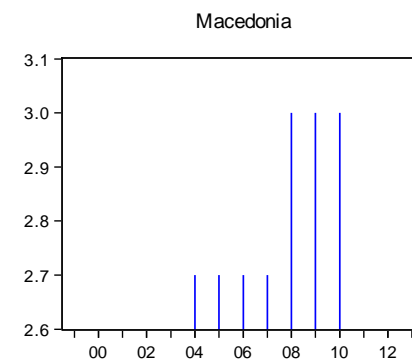
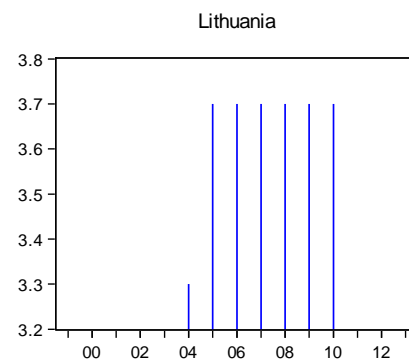
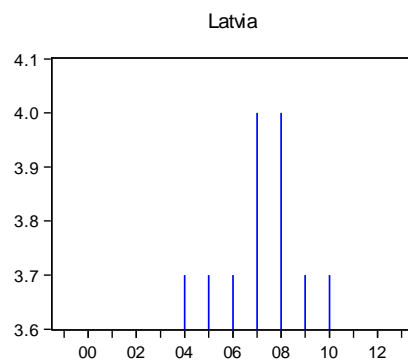
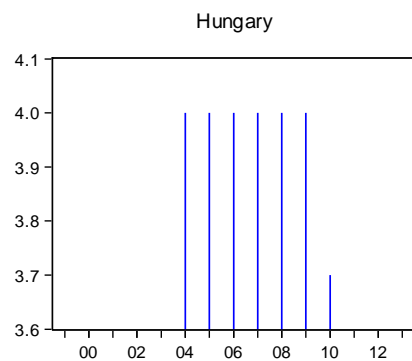
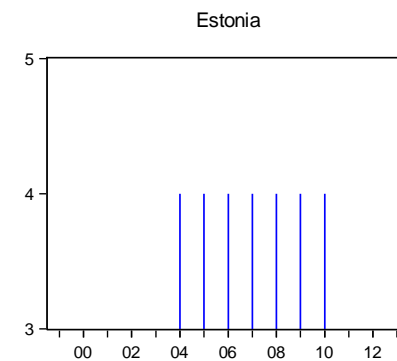
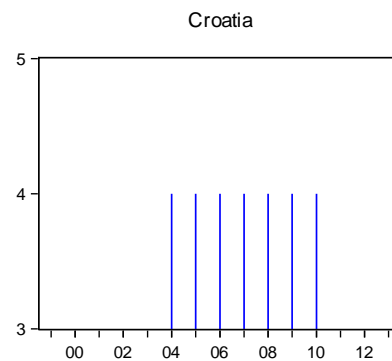
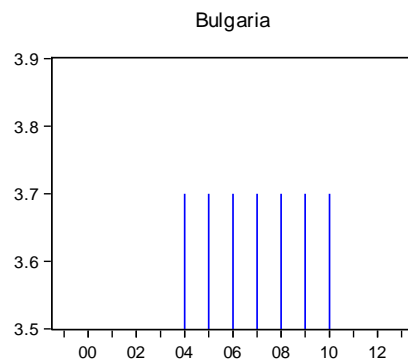
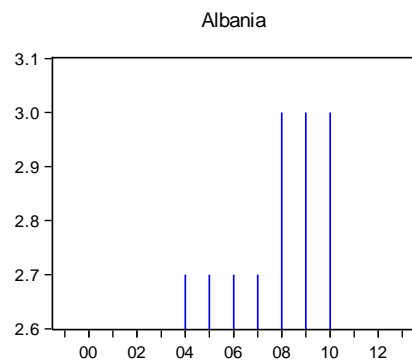
CREDIT_GDP



Извор: World economic outlook, Светска банка

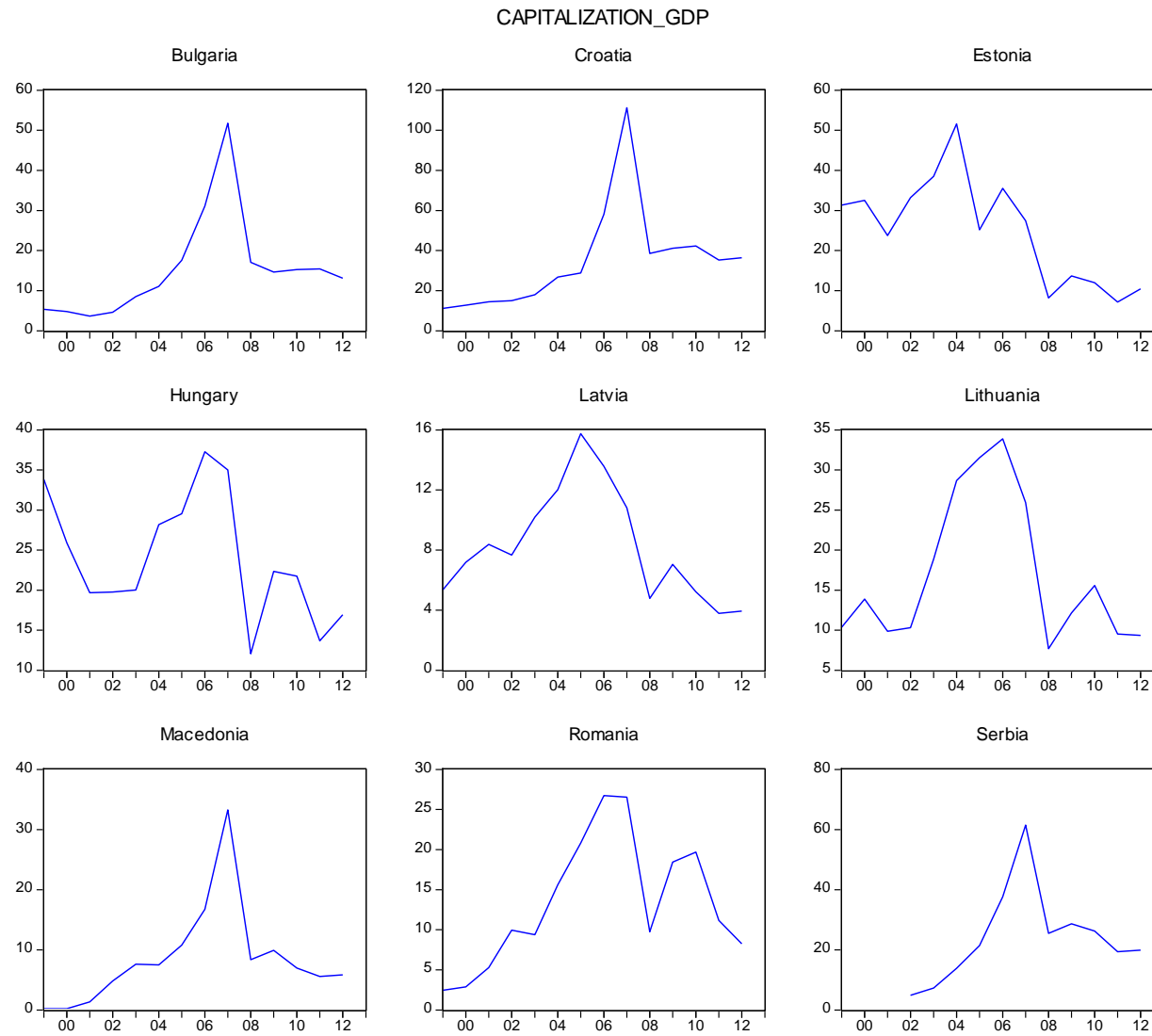
ЕБРД индекс за реформи во банкарскиот систем

EBRD_B



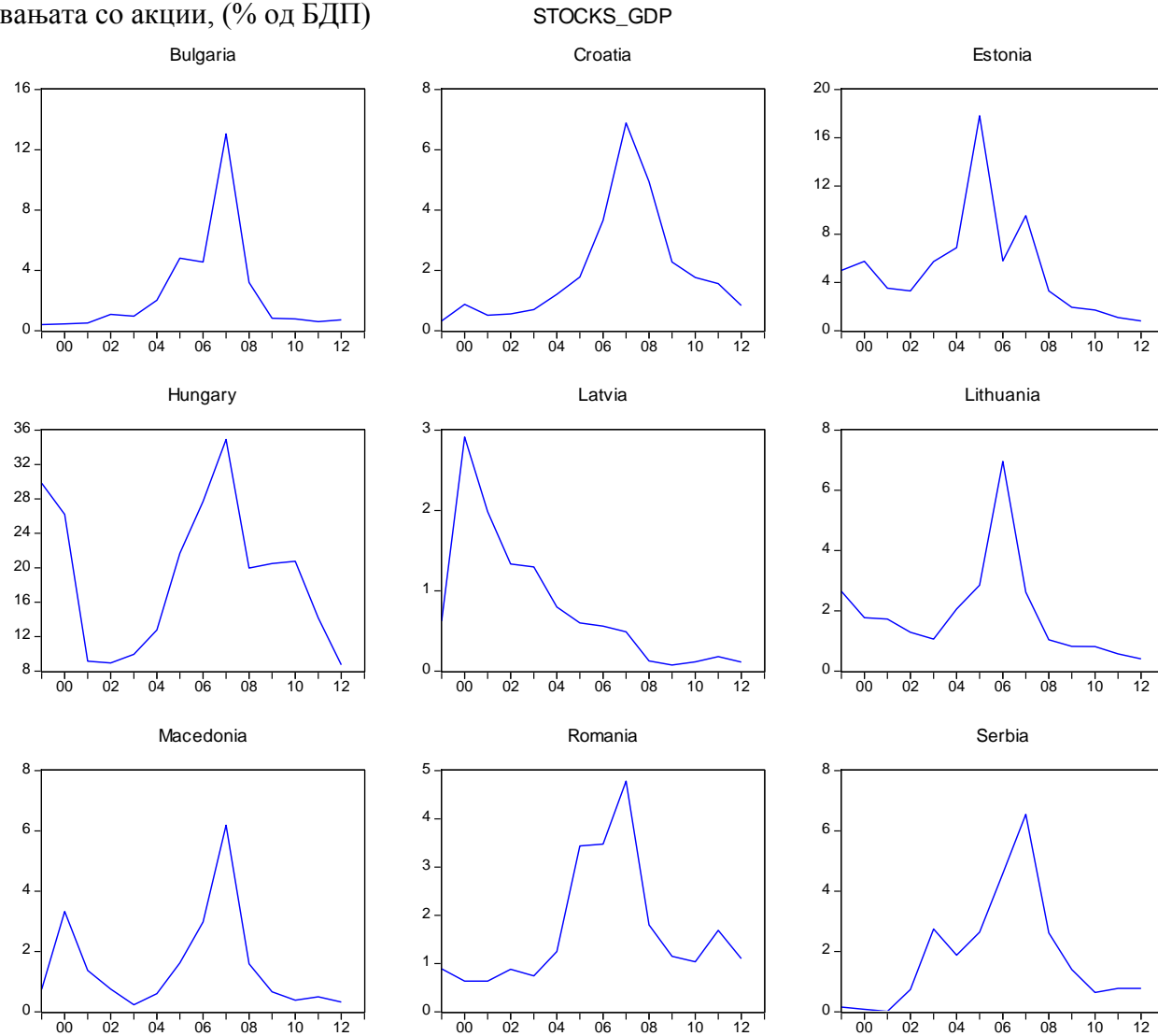
Извор: Европска Банка за поддршка на развојот, индикатори за структурни промени во зејите

Пазарна капитализација на котираните акции (% од БДП)



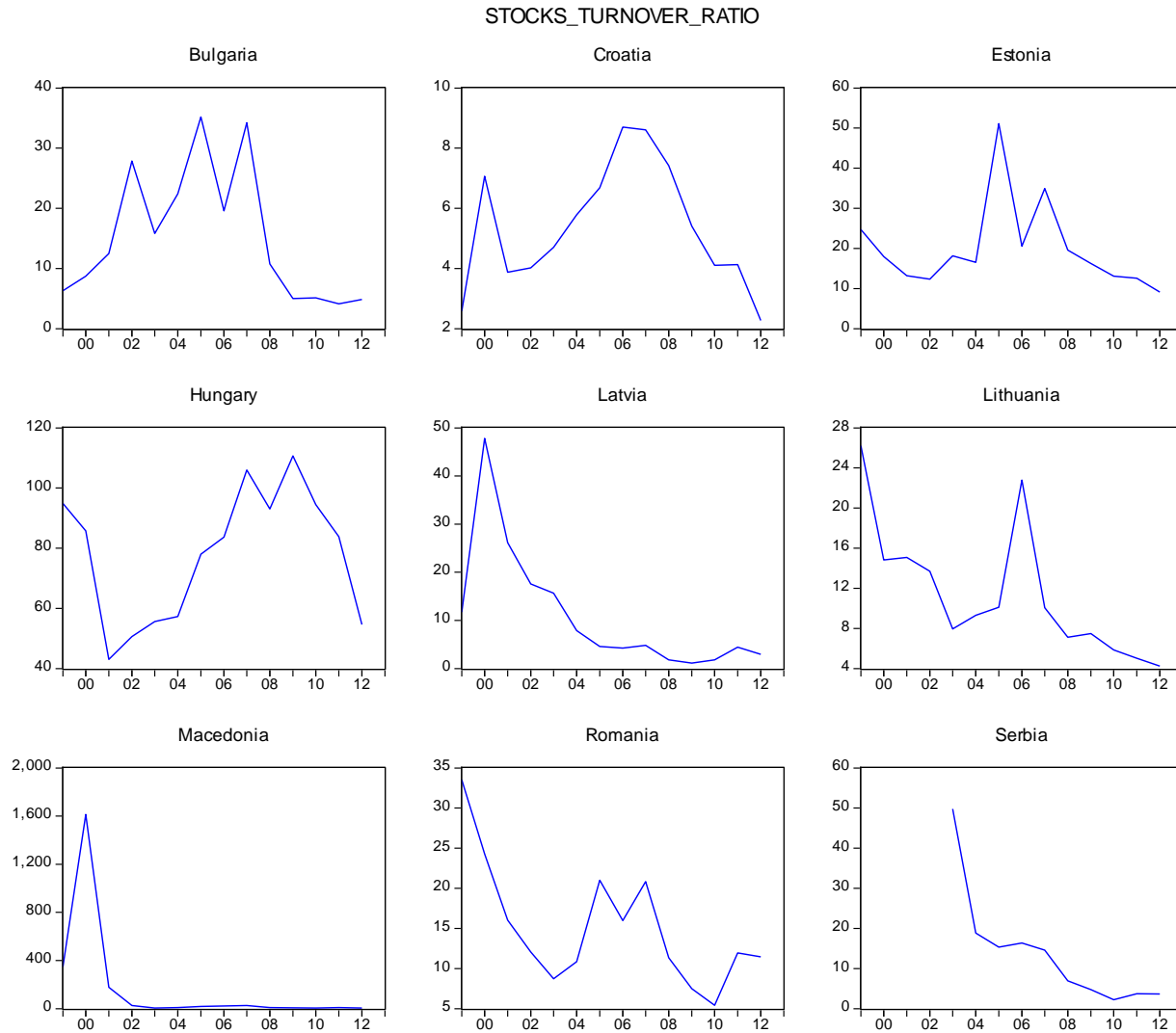
Извор: World economic outlook, Светска банка

Вкупна вредност тргувањата со акции, (% од БДП)



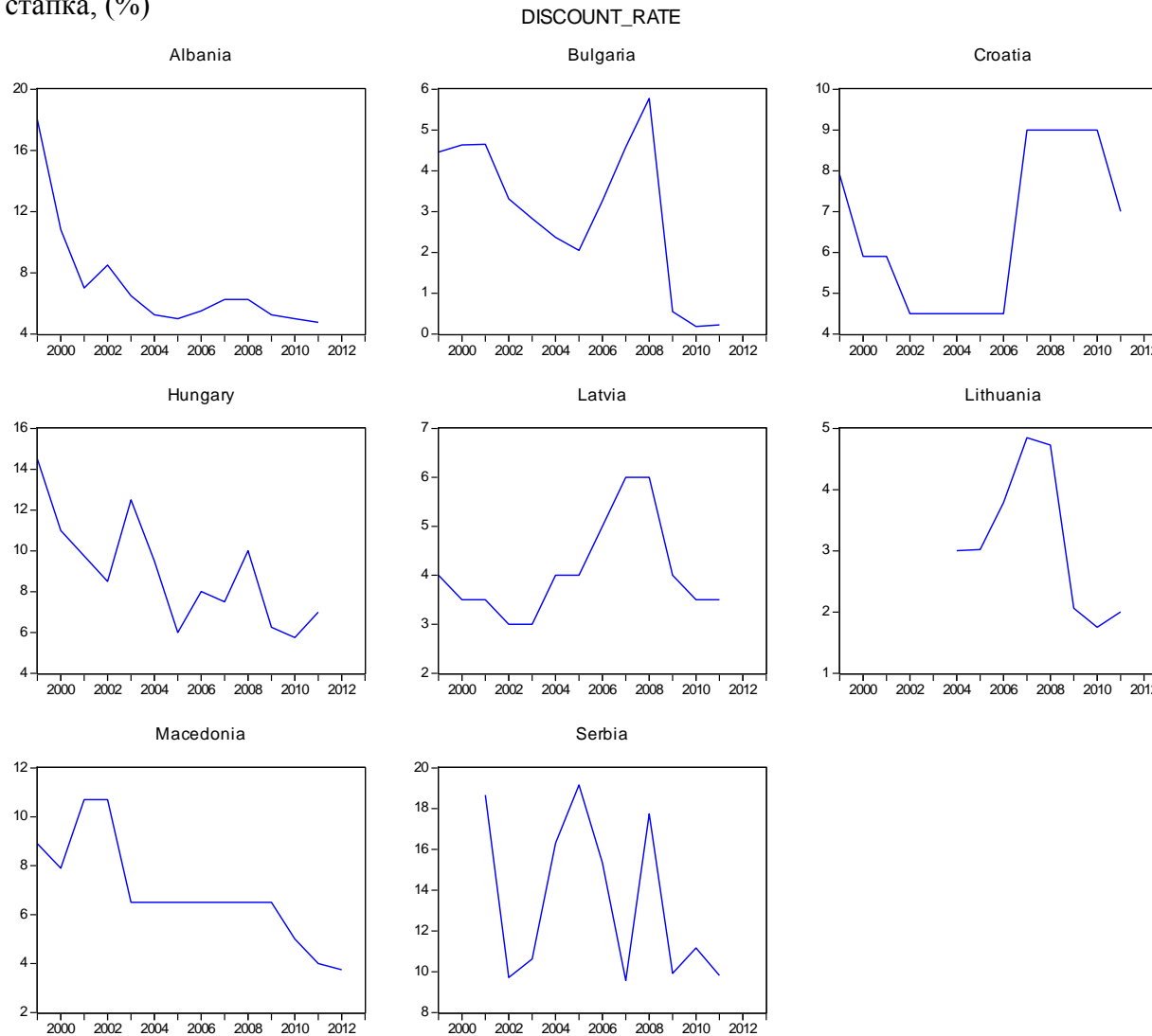
Извор: World economic outlook, Светска банка

Коефициент на обрт на тргување (%)



Извор: World economic outlook, Светска банка

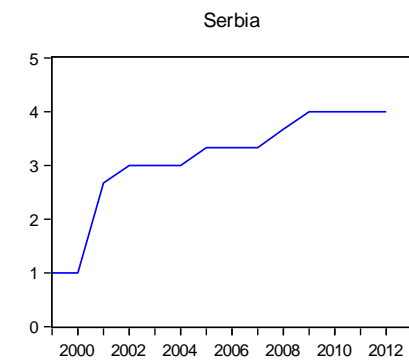
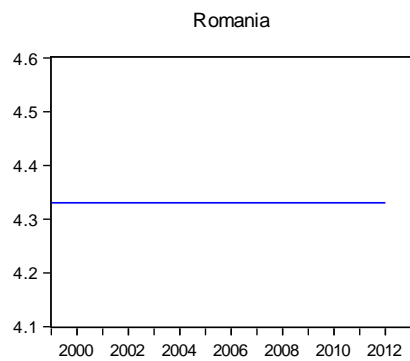
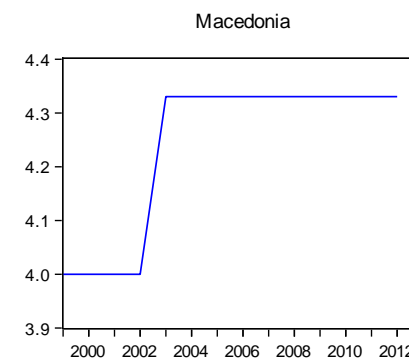
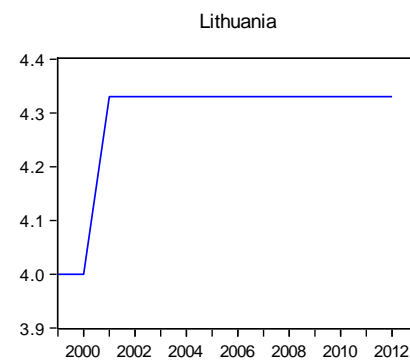
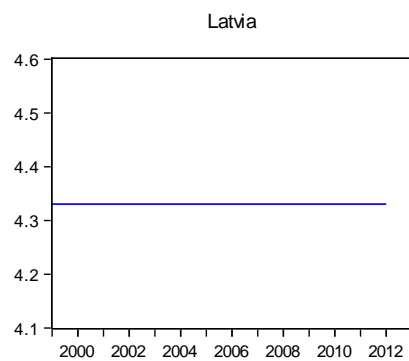
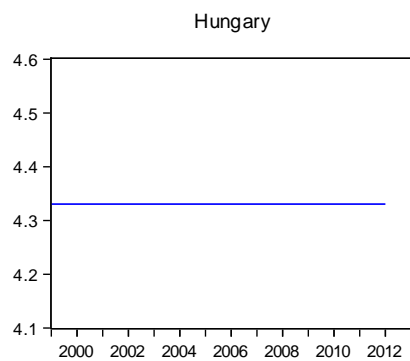
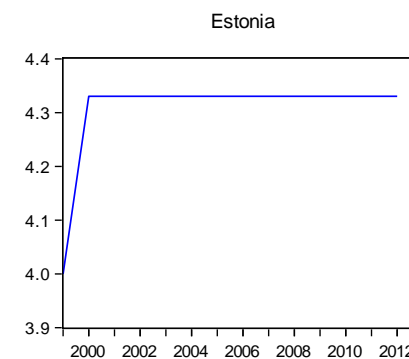
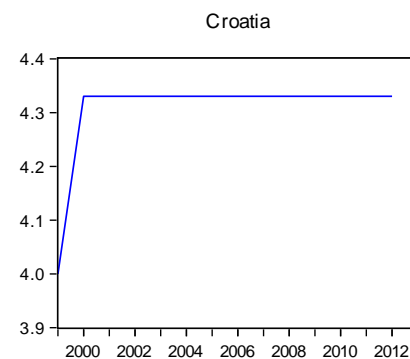
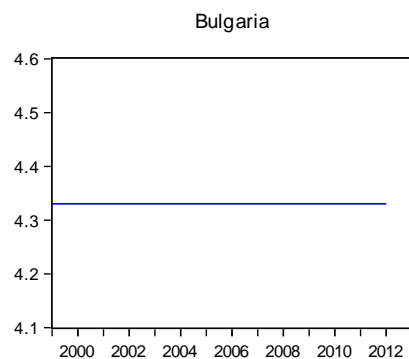
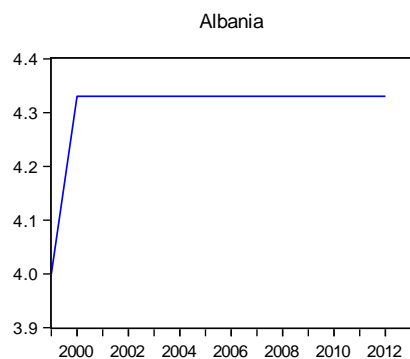
Референтна каматна стапка, (%)



Извор: Меѓународна финансиска статистика, Меѓународен монетарен фонд

ЕБРД индекс на слобода на девизниот пазар во земјата

EBRD_FXL



Извор: Европска Банка за поддршка на развојот, индикатори за структурни промени во зејите

Прилог број 4. Спецификација на проценети модели за влијанието на независните променливи врз кредитната доларизација

Зависна променлива – кредитна евроизација (кредити одобрени во странски валути на нефинансискиот приватен сектор во однос на вкупните кредити на нефинансискиот приватен сектор, [fcc_tc_d])

Варијабла	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>cpi_annual(-1)</i>	0.006585*** (0.002080)	0.005713*** (0.001700)	0.005131*** (0.001803)	0.005701*** (0.001827)	0.005372*** (0.001761)	0.006170*** (0.002159)	0.006170*** (0.001797)
<i>lcu_eur</i>	-0.653195*** (0.082667)	-0.554126*** (0.104914)	-0.521077*** (0.093680)	-0.593197*** (0.102267)	-0.702044*** (0.084530)	-0.704621*** (0.085070)	-0.737521*** (0.126571)
<i>reer</i>	0.005050*** (0.000858)	0.005160*** (0.001218)	0.005464*** (0.001120)	0.005464*** (0.000772)	0.005534*** (0.002350)	0.006414*** (0.002181)	
<i>ca_gdp</i>							0.001250 (0.001243)
<i>export_gdp</i>	0.004988*** (0.001576)	0.004855*** (0.001652)	0.004700*** (0.001563)	0.004224** (0.001608)	0.003956** (0.001543)	0.003956** (0.001614)	
<i>fdi_gdp</i>							-0.001209 (0.001795)
<i>dep_bdp</i>							0.036813 (0.027757)
<i>foreign_bank_ebrd</i>						0.058524 (0.063696)	0.091937** (0.045831)
<i>net_for_assets</i>						4.30E-14 (2.83E-14)	
<i>fa</i>					6.30E-12 (4.93E-12)		
<i>ext_loans_deposit</i>				-0.001287 (0.001795)			
<i>ibc</i>			1.20E-06* (6.15E-07)				
<i>for_cla_bdp</i>		-0.000926 (0.001163)					
<i>loans_abroad_gdp</i>		0.002748* (0.001676)					
<i>remm_gdp</i>							0.008481 (0.010398)
<i>m2_gdp</i>				-0.014191 (0.015097)	0.003284** (0.001589)	0.00347** (0.001673)	0.003164** (0.001406)
<i>credit_gdp</i>			-0.007290 (0.007706)				
<i>discount_rate</i>							0.007357 (0.018773)
<i>res,</i>							1.62E-11 (4.75E-12)
<i>res_imp</i>						-0.054820 (0.014121)	
<i>eurobond_gdp</i>							-0.011424 (0.008959)
<i>capitalization_GDP</i>							-0.000925 (0.002738)
<i>Stocks_GDP</i>						0.016224 (0.025361)	
<i>Stocks_turnover_ratio</i>	-0.000200** (2.24E-05)	-0.000292** (2.55E-05)	-0.000224** (5.91E-05)	-0.000235** (6.76E-05)	-0.000248** (6.69E-05)		
<i>C</i>	1.239471*** (0.206098)	-0.102399* (0.062761)	0.129197 (0.143833)	-0.070229 (0.0233519)	-0.102399 (0.113937)	-0.266800 (0.136216)	-0.452070 (0.0371241)
Опсервации				117			
R-squared	0.765574	0.508046	0.446783	0.418028	0.393015	0.373501	0.236730
Adjusted R-squared	0.721223	0.289400	0.275788	0.391970	0.352094	0.355075	0.199798
Prob (F-statistic)	0.000000	0.135007	0.003730	0.000000	0.000000	0.000000	0.000748

...се чини дека за земјите во развој доларизацијата е благослов. Впрочем, сите земји кои дозволија средствата во домашната економија да бидат деноминирани во различни валути доживеаја голем економски раст.

...некои од нив, преку доларизацијата конечно ја воспоставија и стабилноста на финансискиот систем.

...и покрај тоа, без исклучок, сите спроведуваат мерки за намалување на степенот на доларизација во својата земја.