



**РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА
УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ ВО СКОПЈЕ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ - СКОПЈЕ**



М-Р ВАСИЛКА ГАБЕР НАУМОСКА

**КООРДИНАЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО
ОСТВАРУВАЊЕ НА ЕКОНОМСКА СТАБИЛИЗАЦИЈА**

**COORDINATION OF FISCAL AND MONETARY POLICY IN ACHIEVING
ECONOMIC STABILIZATION**

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

**МЕНТОР
ПРОФ. Д-Р ЖИВКО АТАНАСОВСКИ**

СКОПЈЕ, АПРИЛ 2015

Комисија за одбрана

1. Проф. д-р Живко Атанасовски

2. Проф. д-р Михаил Петковски

3. Проф. д-р Таки Фити

4. Проф. д-р Владимир Филипоски

5. Проф. д-р Методија Стојков

Датум на одбрана

Овој труд им го посветувам на мојата покојна баба Василка Начарова Докузова, на моите драгоцени родители Родна и Лазар Габер, и на мојот сакан брат Стеван, во знак на бескрајна благодарност за нивната безусловна љубов, огромно разбирање и трпеливост, како и за бесценетата мудрост и семејни вредности кои го поставија темелот на она што сум денес.

СОДРЖИНА

АПСТРАКТ	5
ABSTRACT.....	6
ВОВЕД.....	7

ГЛАВА 1. УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО ЕКОНОМСКА СТАБИЛИЗАЦИЈА

1.1 Макроекономската политика – цели, инструменти, остварување на внатрешна и надворешна рамнотежа.....	13
1.2 Улогата на фискалната политика во рамките на макроекономската политика.....	16
1.2.1 Цели и задачи на фискалната политика (фискални и вонфискални).....	16
1.2.2 Инструменти на фискалната политика и претпоставки за нивно ефикасно делување.....	20
1.2.3 Стабилизационата функција на фискалната политика и агрегатната побарувачка.....	27
1.2.4 Ефекти на дискреционата фискална политика врз макроекономските варијабли	37
1.2.5 Емпириски анализи базирани на примена на структурен SVAR модел.....	68
1.2.6 Предности и ограничувања на фискалната политика	80

ГЛАВА 2. УЛОГАТА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ЕКОНОМСКА СТАБИЛИЗАЦИЈА

2.1. Цели, таргети и инструменти на монетарната политика.....	86
2.2. Класични наспроти кејнзијански верзии за монетарната политика во IS – LM моделот	99
2.2.1 Приспособување на цените и самокорегирачката економија.....	98
2.2.2 Монетарната неутралност.....	101
2.3 Креирање на монетарната политика во практика	102

2.3.1 Доцнење на ефектите на монетарната политика.....	102
2.3.2 Канали за пренос на монетарната политика (трансмисионен механизам)..	104
2.4. Основните девет принципи врз кои се заснова оптималната монетарна политика.....	108
2.5. Монетарната политика во макроеконометриски модели	119
2.5.1 Идентификување на монетарни шокови и нивните ефекти.....	126
ГЛАВА 3. КООРДИНАЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ОСТВАРУВАЊЕ НА ЦЕЛИТЕ НА ЕКОНОМСКА СТАБИЛИЗАЦИЈА	148
3.1 Општи аспекти на политиката на координација	148
3.1.1 Потребата од координација на фискалната и монетарната политика.....	150
3.1.2 Значење на финансискиот пазар за ефективна координација	153
3.2 Интеракција помеѓу монетарната и фискалната политика	156
3.2.1 Импактот на монетарната политика врз менаџментот со јавен долг.....	159
3.4 Монетарните и фискални политики во услови на различни девизни курсеви...	163
3.4.1 Режим на фиксен девизен курс	163
3.4.2 Режим на флексибилен девизен курс	165
3.5 Аранжмани за институционална и оперативна координација.....	166
3.5.1 Аранжмани за имплементација на политиките.....	167
3.5.2 Поврзаноста помеѓу Централната банка и Министерството за финансии..	173
3.5.3 Координација на политиките на оперативно ниво	176
ГЛАВА 4. КООРДИНАЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО РАМКИТЕ НА ЕВРОПСКАТА МОНЕТАРНА УНИЈА	183
4.1 Структура на монетарната и фискалната политика во ЕМУ	183
4.1.1 Монетарната политика во Европската монетарна унија.....	185
4.1.2 Фискалната политика во Европската монетарна унија	206

4.2 Координација на монетарната политика и националните фискални политики.....	226
4.2.1 Основен модел за интеракција помеѓу монетарната политика и фискалните политики во ЕМУ	226
4.2.2. Методи и принципи на координација на политиките	237
4.2.3. Учесници во координацијата	238
4.2.4 Процесите на макроекономска координација	241
4.2.5 Проценка на ефектите на координација	246
4.2.6 Перспективата на координацијата на монетарната и фискалната политика преку бројни предлози и сугестии за подобрување и зајакнување на управувачката економска рамка во ЕМУ.....	248
ГЛАВА 5. КООРДИНАЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	252
5.1 Реформа на монетарниот (финансискиот) и фискалниот систем во 1990-тите години и наваму	252
5.1.1 Поставеноста на фискалната политика во рамките на макроекономската политика – цели, инструменти, опкружување и креирање	256
5.1.2 Поставеноста на монетарната политика во рамките на макроекономската политика – цели, инструменти, опкружување и независност	260
5.1.3 Историски приказ на делувањето на фискалната и монетарната политика – стабилизациони програми, асиметричност и компатибилност.....	263
5.2 Актуелната поставеност на координацијата на монетарната и фискалната политика.....	277
5.2.1 Институционални решенија, цели, инструменти и ограничувања на координацијата	277
5.3 Фискалната политика од 2006 година па наваму.....	282
5.3.1 Одржливост на политиката на дефицитно финансирање.....	284
5.3.2 Структурата на јавните расходи.....	291
5.3.3 Ефектот врз надворешната рамнотежа и девизниот курс.....	295

5.4	Јавниот долг и фискалните и монетарните импликации.....	300
5.4.1	Размери и управување со јавниот долг.....	300
5.4.2	Одржливост на јавниот долг vs реалниот капацитет на економијата и извозните перформанси на земјата	308
5.5	Дизајнирање на модел на одржлива и ефикасна координација на фискалната и монетарната политика во функција на основните макроекономски цели.....	320
5.5.1	Теоретска рамка и методологија	320
5.5.2	Примена на сет теоретскиот модел во случајот на Република Македонија..	326
	РЕЗИМЕ.....	3346

АПСТРАКТ

Блиската координација помеѓу фискалната и монетарната политика е клучна за одржлив економски раст во согласност со ценовната стабилност и урамнотежениот биланс на плаќање. Навремената и континуираната координација на овие две политики овозможува ефикасно остварување на целите на фискалната и монетарната политика, а делумно и на заемно договорените цели. Во отсуство на ефикасна и ефективна координација, може да дојде до пораст на финансиската нестабилност, која доведува до високи каматни стапки, притисок на девизниот курс, брза инфлација и негативен импакт врз економскиот раст.

Целта на овој докторски труд е да се утврди влијанието на координацијата на монетарната и фискалната политика врз макроекономските движења. Посебен акцент е ставен на нивното влијание во насока на подобрување на макроекономската и финансиска стабилност, оправданоста од примена на фискални и монетарни правила, потенцијалните конфликти при воспоставувањето на координацијата, како и позитивните ефекти на координацијата врз националниот аутпут, вработувањето, каматните стапки и финансиската стабилност во целина. Во случајот на Република Македонија е применет сет теоретски и емпириски модел за анализа на координацијата на фискалната и монетарната политика во периодот од 2002 до 2013 година, при што е пресметан коефициент на јачина на координацијата на фискалната и монетарната политика од 33% што укажува на слаба координација помеѓу фискалната и монетарната политика во анализираниот период со тенденција за умерен пораст од 50% во периодот од 2006 до 2013 година. Важноста на координацијата беше посебно актуализирана во рамките на светската финансиска криза во која беа преземени глобални мерки за координација на монетарната и фискалната политика, што придонесе за обезбедување на потребната поддршка на финансискиот сектор и заздравување на глобалната економската активност.

Клучни зборови: координација, фискална политика, монетарна политика, даноци, јавен долг, Европска монетарна унија, буџетски дефицит, фискална одржливост, фискална стабилност.

ABSTRACT

Close coordination between fiscal and monetary policy is the key for sustainable economic growth consistent with price stability and balanced balance of payment. Timely and continuous coordination of these two policies allows efficient realization of the objectives of fiscal and monetary policy, and partly of mutually agreed objectives. The absence of effective and efficient coordination can lead to increase in financial instability, which leads to high interest rates, exchange rate pressures, a rapid inflation and a negative impact on economic growth.

The purpose of this paper is to recognize the importance of effective and timely coordination between fiscal and monetary policy, the justification of use of fiscal and monetary rules, potential conflicts in establishing coordination, as well as positive effects from coordination of national output, employment, interest rates and financial stability as a whole. In the case of the Republic of Macedonia is applied a set theoretical and empirical model which analyze the coordination of fiscal and monetary policy in the period from 2002 to 2013. The results of the set theoretic models indicate that explicit policy coordination for fiscal and monetary policy is weak with a calculated coordination score of 33% and a tendency for moderate growth from 2006 to 2013 of 50% coordination score. The importance of coordination was especially actual in the context of the global financial crisis where were taken measures for global coordination of monetary and fiscal policy, which contribute to providing the necessary support to the financial sector and recovery in global economic activity.

Key words: coordination, fiscal policy, monetary policy, taxation, public debt, European monetary union, budget deficit, fiscal sustainability, fiscal stability.

ВОВЕД

Предмет на истражување на овој труд е координацијата на фискалната и монетарната политика во остварување на целите на стабилизационата политика. Во современата економска литература општа е констатацијата дека успешното конципирање и водење ефикасна политика подразбира и имплицитно вклучува дисциплинирано и координирано спроведување на сите политики кои ја сочинуваат целокупната макроекономска политика: политиката на плати, фискалната политика, монетарната политика, социјалната политика, политиката на надворешен долг, платно – билансната политика, културно – образовната политика, политиката на внатрешни и надворешни работи, итн. Во овој докторски труд акцентот е поставен на координацијата помеѓу фискалната и монетарната политика и сите можни аспекти на поврзување и делување во остварувањето на макроекономските цели.

Блиска координација помеѓу монетарната и фискалната политика е клучна за одржлив економски раст во согласност со ценовна стабилност и урамнотежен платен биланс. Без ефикасна координација на фискалната и монетарната политика може да дојде до пораст на финансиската нестабилност која доведува до високи каматни стапки, притисок на девизниот курс, брза инфлација и негативен импакт врз економскиот раст. За да биде ефикасна, координацијата мора да се заснова на одржливи и кредибилни монетарни и фискални политики. Напорите на носителите на политиките да ги координираат политиките нема да бидат успешни, доколку едната или двете политики се неодржливи. Колку е помалку кредибилна едната политика, толку поголем ќе биде товарот на другата политика.

Целите на монетарната и фискалната политика во голема мера се конфликти, што наметнува потреба од соодветен механизам за координација на фискалната и монетарната политика со цел да се постигнат крајните посакувани цели на економската политика. Интеракцијата помеѓу монетарната и фискалната политика се однесува на финансирањето на буџетскиот дефицит и неговите последици врз управувањето со монетарната политика (монетарниот менаџмент). Во последните неколку години, монетарните и фискалните власти одговорија со агресивно координирање на мерките на фискалната и монетарната политика, со цел ублажување на негативните последици од економската и финансиската криза. Централните банки започнаа процес на масовно намалување на каматните стапки и примена на неконвенционални монетарни

инструменти, додека фискалните власти забележаа високи буџетски дефицити како последица на намалените јавни приходи и обемните фискални пакети. Енергичниот одговор на централните банки и владите ширум светот значително го привлекоа вниманието на многу истражувачи на темата - интеракција помеѓу фискалната и монетарната политика и нивното влијание врз економијата.

Заедничкото определување на целите и политиките на монетарните и фискалните власти е основен услов за ефикасна координација на политиките. Ситуација во која различните политики не се синхронизирани една со друга, односно состојбата на пасивна реакција во монетарната област, а командна позиција во фискалната област, нема да придонесе за максимизирање на ефектите на политиките. На пример, поставување на многу рестриктивна политика за да ја компензира лабавата фискална политика, може да ги истисне приватните инвестиции и значително да ги зголеми трошоците за позајмување на државата. Она што е важно за среднорочниот курс на фискалната политика е дека не смее да дозволи одржување на постојани и високи буџетски дефицити, бидејќи на долг рок тоа доведува до сериозно загрозување на ценовната стабилност и одржување на рестриктивен курс на монетарната политика во текот на подолг период, што негативно се одразува на вработеноста и економскиот раст.

Целта на истражувањето на овој докторски труд е да се утврди влијанието на координацијата на монетарната и фискалната политика врз макроекономските движења. Посебен акцент е ставен на нивното влијание во насока на подобрување на макроекономската и финансиска стабилност, како и испитување на најефикасните механизми за координација кои овозможуваат остварување на основните макроекономски цели и постигнување на ефективна координација на монетарната и фискалната политика. Појавата на европската должничка криза и потребата да се стабилизираат големите фискални имбаланси и високите буџетски дефицити на земјите кои применија обемни фискални пакет-мерки, доведоа до активна примена на фискални правила како институционален инструмент за поддршка на фискалната дисциплина и одржливост на јавните финансии. Со оглед на широкиот спектар на фискални правила и нивните посебни карактеристики кои соодветствуваат на специфичните карактеристики на секоја земја, постои тешкотија во идентификувањето на генералната ефективност на фискалните правила. Сепак, бројните емпириски истражувања потврдиле позитивни ефекти од воведувањето на националните фискални правила преку подобрените фискални перформанси на одредени земји. Според Виплош

(Wyplosz), второто најдобро решение за обезбедување на фискална дисциплина и одржлива патека на јавните финансии се фискалните совети, кои претставуваат независни јавни институции чија основна одговорност е следење на комплементарноста на фискалната политика со пропишаните фискални правила, како и оценка на евентуалната потреба за преземање на корективна акција во насока на зајакнување на фискалната дисциплина.

Главниот фокус на трудот е анализа на интеракцијата помеѓу монетарната и фискалната политика, нагласувајќи ја потребата за координација на политиките во две различни нивоа: исполнување на севкупните цели на политиката, како и институционалните и оперативни процедури. Согласно претходното искуство, главната интеракција помеѓу монетарната и фискалната политика се однесува на финансирање на буџетскиот дефицит и неговите последници врз монетарната политика. Ставот на монетарната политика има влијание врз капацитетот на државата да го финансира својот буџетски дефицит преку ефектот врз трошокот на долгот и преку лимитирање или проширување на расположливите извори за финансирање. Во исто време, финансиската стратегија на државата и нејзините финансиски потреби наметнуваат ограничувања врз оперативната независност на монетарните авторитети.

Дополнително, во трудот е изработена и емпириска анализа на координацијата на фискалната и монетарната политика во Република Македонија со примена на сет теоретски и емпириски модел врз основа на кој е добиен коефициент на јачина на координацијата на фискалната и монетарната политика, што укажува на слаба координација во периодот од 2002 до 2013 година, како и теоретска анализа на потенцијалните пречки и ограничувања на координацијата во услови на економска, политичка и финансиска криза.

Докторскиот труд во рамките на својата структура вклучува вовед, пет дела и заклучни согледувања во кои се опфатени основните теоретски и практични заклучоци за координацијата.

Првиот дел е насловен како „Улогата на фискалната политика во економската стабилизација“. Во овој дел се настојува да се објасни стабилизационата функција на фискалната политика преку основните методи на користење на фискалните инструменти, и тоа: автоматските стабилизатори, дискреционата фискална политика и поновиот метод кој претставува комбинација на првите два методи, а тоа е формулата на флексибилност. Фискалната политика се смета за едно од поефикасните орудија на економската политика во ублажување на варијациите во стопанските циклуси,

користејќи ги јавните расходи и даноците. Оваа глава согласно нејзината структура, има за цел да овозможи теоретско и практично согледување на улогата на фискалната политика во остварување на економска стабилизација, како и макроекономско разгледување на импактот врз основните макроекономски показатели во затворена и отворена економија, влијанието врз девизниот курс, тековната сметка и каматните стапки, што придонесува за појасно толкување на координацијата на фискалната и монетарната политика. Дополнително, овој дел содржи и теоретски објаснувања на основните економетриски модели кои ја анализираат фискалната политика, како и основни економетриски заклучоци за ефикасноста на фискалната политика и потребните прилагодувања во поглед на стабилизационите фискални мерки.

Во вториот дел кој е насловен како „Улогата на монетарната политика во економска стабилизација“ се обрнува внимание на најзначајните прашања кои се однесуваат на употребата на монетарната политика во остварување на стабилизационите цели, како што се: инструментите на монетарната политика, економските и оперативните ограничувања, институционалните механизми за подобрување на монетарната политика, како и главните теоретски и практични пристапи во водењето на стабилизациона монетарна политика. Притоа, се дава темелен теоретски и емпириски опис на основните аспекти кои се поврзани со стабилизационата функција на монетарната политика, како и потребните прилагодувања во поглед на ефикасна имплементација на монетарните мерки. Поради важноста на економетриското анализирање во поново време, направен е краток теоретски и практичен опис на основните економетриски модели за анализа на делувањето на монетарната политика и нејзините ефекти врз економијата.

Третиот дел од докторскиот труд е посветен на најзначајната проблематика која ја обработува овој труд, а тоа е координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика со анализирање на основните аспекти на координација, потребата од координација и нејзината важност за макроекономската и финансиската стабилност, историска ретроспектива на развојот на координацијата, како и главните придобивки од координацијата. Оваа глава ги објаснува сите можни врски помеѓу монетарната и фискалната политика, различните начини на координација, потенцијалните ограничувања и конфликти, како и потребните механизми за воспоставување на оптимална и посакувана координација во насока на макроекономска стабилност и економски раст. Анализата вклучува координација во услови на постоење на фиксен и флексибилен режим на девизен курс, мала и отворена економија, различен степен на

економска и политичка развиеност на една земја, како и координација на најниско оперативно ниво. Покрај тоа, во овој дел се разработени главните трендови во развојот и примената на модели за анализа на координацијата на фискалната и монетарната политика, кои овозможуваат поефикасна координација, како и посеопфатна економетриска подлога, што доведува до формирање на комплетна слика за потенцијалните предности и ограничувања при координацијата, и потребните мерки за нејзино ефикасно и ефективно воспоставување.

Четвртиот дел е насловен како „Координација на фискалната и монетарната политика во рамките на ЕМУ“ и опфаќа анализи на структурата на фискалната и монетарната политика во ЕМУ. Тука се согледуваат последиците од постоење на единствена, централизирана монетарната политика и децентрализирани фискални политики, каде што одлуките за буџетската политика се наоѓаат во рацете на одделните фискални власти. Фискалната дисциплина и одговорност во рамките на ЕМУ е остварена преку усвојување на Пактот за стабилност и раст како инструмент за координација на фискалните политики помеѓу земјите - членки. Правилата на овој пакт имаат за цел фискална одржливост, преку зајакнување на фискалната дисциплина имплементирајќи одредени барања (лимита) за буџетскиот дефицит, јавниот долг и целите на фискалната политика на среден рок. Фокусот во овој дел е насочен кон координацијата на Европската централна банка со националните фискални власти во насока на остварување стабилен економски раст и стабилно ниво на цени. Повторно и тука, согласно трендот на економетриски истражувања, се дава опис на поедноставните економетриски модели кои ја објаснуваат основната емпириска поврзаност помеѓу фискалната и монетарната политика, како и потенцијалните ефекти кои произлегуваат врз економската активност во Унијата. На крај, како резиме се изнесени сублимирани сугестии од извештаите на Европската комисија и Европската централна банка за надминување на должничката криза, потребните реформи што треба да се спроведат во базичните спогодби на ЕМУ, како и потребата од сериозни ангажмани и цврста посветеност на надлежните органи за ефикасна координација на фискалната и монетарната политика во насока на обновување на фискалната стабилност во Еврозоната.

Петтиот дел е насловен како „Координација на фискалната и монетарната политика во Македонија“ и ја објаснува координацијата на фискалната и монетарната политика преку примена на сет теоретски и емпириски модел според кој се пресметува коефициент на јачина на координацијата, кој во случајот на Република Македонија

изнесува 33%, што укажува на слаба координација во анализираниот период (2002-2013 година) и потребата за подобрување на механизмите за координација во поглед на остварување на стабилен економски раст, ценовна стабилност и урамотежен платен биланс. Покрај тоа, направена е теоретска анализа на поставеноста на фискалната и монетарната политика од осамостојувањето до денес, емпириска анализа на одржливоста на јавниот долг согласно рамката на ММФ и проекциите на Владата, препораки за потребните фискални прилагодувања со цел подобрување на одржливоста на јавниот долг на среден рок, како и потребните механизми за подобрување на координацијата на фискалната и монетарната политика преку одговорно однесување, донесување навремени и економски издржани одлуки, транспарентност и континуирана соработка со приватниот сектор.

Во сегментот на **заклучни согледувања** се опфатени основните констатации за координацијата помеѓу фискалната и монетарната политика со извлекување на најважните теоретски и практични заклучоци за координацијата и неопходните механизми за ефикасна координација.

Истражувањето во овој труд се засновува на примена на неколку методи, меѓу кои: методот на индукција и дедукција - со кои се добиени значајни податоци преку анализа на индивидуалното и специфичното, како и извлекување заклучоци за проблематиката на координација на фискалната и монетарната политика; методот на анализа и синтеза - со кој се извлечени логични поставки за позитивните ефекти на координацијата на политиките врз основа на расчленување на композитни елементи од кои можат да се согледаат активностите својствени за нив; методот на квантификација - употреба на квантитативни податоци; методот на компарација - со кој се детерминира движењето на некоја појава и нејзината корисност во предвидувањето на одредени реакции изведени од промените во координацијата на фискалната и монетарната политика.

април, 2015

Кандидат,
м-р Василка Габер Наумоска

ГЛАВА 1. УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО ЕКОНОМСКА СТАБИЛИЗАЦИЈА

1.1 Макроекономската политика – цели, инструменти, остварување на внатрешна и надворешна рамнотежа

Целите на макроекономските политики се детерминирани од страна на носителите на политиките во согласност на социјалните и економските очекувања на луѓето, кои се разликуваат од земја до земја главно поради различните економски услови. На пример, главните цели на голем број индустриски земји после периодот на Големата Депресија беа обезбедувањето на работа за големиот број на невработени лица, стабилизирањето на економијата и превенцијата од ненадејни драстични движења на економскиот раст. Така, вработеноста и економската стабилизација беа двете примарни цели на макроекономската политика во периодот после настанувањето на Големата Депресија.¹

Основните макроекономски цели кои ги мерат и оценуваат макроекономските перформанси на една национална економија, што се потврдени во економската наука како универзални, се:²

1. Постигнување и одржување на стабилен економски раст,
2. Стабилно ниво на цени,
3. Постигнување и одржување на високо ниво на вработеност,
4. Стабилен и урамнотежен биланс на плаќање.

Носителите на политиките користат неколку макроекономски инструменти за остварување на овие макроекономски цели. Имено, тоа се инструменти со кои се влијае врз темпото и правецот на економските активности. **Четири најважни макроекономски инструменти се:**

1. Фискалната политика,
2. Монетарната политика,

¹ Samuelson, P.A. and Nordhaus, W.D., Economics, 15th edn., p. 626.

² Delic, M. and Kragulj, D, *Objectives of macroeconomics as the basis for clustering of countries in integrated Europe*, The 7th Balkan Conference on Operational research “BACOR 05” Constanta, May 2005, Romania.

3. Политиката на цени и доходи,
4. Меѓународната економска политика.

Секоја земја се соочува со проблемот на изборот при дефинирање на економската политика и приоритетноста на целите. Идеална економска состојба би постоела кога едновременно би се постигнала и внатрешна и надворешна рамнотежа, а тоа е состојба на еквивалентност на збирот на производството и увозот на една страна, и потрошувачката и извозот на друга страна. Постигнувањето на оваа идеална економска состојба е оневозможено поради конфликтот помеѓу целите на домашната економска политика и надворешната рамнотежа. Конфликти настануваат и во рамките на домашната рамнотежа помеѓу целите за развој и целите за стабилизација. Така, мерките на економската политика насочени кон остварување на една цел се поставени во директен конфликт со мерките за остварување на некоја друга цел. Во такви услови е неопходна правилна проценка при одредување на приоритетните цели. На пример, брзиот економски раст често е проследен со инфлација и дефицит на платниот биланс, или трошокот за остварување на надворешна рамнотежа може да биде забавувањето на производството и помалата употреба на постојните производствени капацитети. Ова претставува еден од најголемите предизвици на макроекономистите и економските аналитичари – изборот или “trade-off” помеѓу неколку конфликтни цели.

Макроекономска стабилизација претставува состојба на примена на фискалната и монетарната политика, со цел одржување на стабилно или толерантно ниво на економски раст при полна вработеност, стабилност на цените и одржлива или посакувана надворешна рамнотежа. Носителите на политиките внимателно го следат движењето на бизнис циклусот и прават прилагодувања на фискалната и монетарната политика во обид да креираат стабилен и одржлив економски раст, како и да ги намалат штетите предизвикани од намалувањето на економската активност во периодите на пад на бизнис циклусот. Секое отстапување на бруто-домашниот производ од неговото потенцијално ниво доведува до промена на политиките за економска стабилизација, односно на монетарната и фискалната политика заради постигнување внатрешна и надворешна рамнотежа.

За една економија се вели дека е во **внатрешна рамнотежа** кога аутпутот (националниот производ) е на ниво на полна вработеност и инфлацијата е на ниско и стабилно ниво. Полна вработеност подразбира дека сите фактори на производство се целосно во употреба и дека фактичкиот аутпут е на ниво на потенцијалниот аутпут.

Ниска и стабилна инфлација постои кога годишните стапки на раст на цените изнесуваат помеѓу 1 и 3% во индустриските земји и значително повеќе во земјите во развој и транзиционите земји. Носителите на економските политики постигнуваат внатрешна рамнотежа преку водење на соодветни макроекономски политики. Ако аутпутот е над нивото на потенцијалниот аутпут, односно нивото на полната вработеност (позитивен производствен јаз), тогаш се потребни контрактивни политики на страната на фискалната и монетарната политика, а ако аутпутот е под нивото на потенцијалниот (негативен производствен јаз), тогаш се потребни експанзивни фискални и монетарни политики.³

Втората задача на политиките на краткорочно прилагодување е постигнувањето и одржувањето на **надворешна рамнотежа** која се дефинира како состојба на тековната сметка на платниот биланс што земјата може да ја финансира на редовен и одржлив начин врз основа на доброволни капитални приливи. Постојењето на надворешна рамнотежа не подразбира елиминирање на дефицитот на тековната сметка. Напротив, тоа подразбира дека земјата не се вклучува во активности на нагли прилагодувања на девизниот курс или невообичаени трансакции, како што се: склучувањето на договори за итни кредити од ММФ, барањата за отпишување на долговите, акумулирањето на надворешни долгови и објавувањето на неможност да се отплатат надворешните долгови на земјата. На пример, **во земја со фиксен девизен курс и висока мобилност на капиталот** доколку дојде до прегревање на економијата најдобрата стабилизациона политика што треба да се примени за да се обнови внатрешната рамнотежа е **затегнувањето на фискалната политика**. Тоа ќе доведе до намалување на агрегатната побарувачка и аутпутот, а оттука и до намалување на увозот и дефицитот на тековната сметка. Намалувањето на домашните каматни стапки ќе предизвика големи капитални одливи, загуба на девизни резерви и намалување на понудата на пари. Монетарната контракција ќе доведе до зајакнување на фискалната контракција. Во тој случај, тековната сметка ќе се подобри, а фискалната политика ќе придонесе за обновување на внатрешната и надворешната рамнотежа.

Генерално, на кој начин можат носителите на политиките да придонесат за подобрување на тековната сметка и постигнување на надворешна рамнотежа? Ако девизниот курс е фиксен, а девалвацијата невозможна, единствената опција е да се

³ Mundell, Robert A., 1963, "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates," *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, pp. 475–85.

применат политиките за намалување на агрегатната побарувачка. Поради неефикасноста на монетарната политика се пристапува кон примена на контрактивна фискална политика. Така, во услови на висока мобилност на капиталот потребна е помала “доза на лек” за обновување на надворешната рамнотежа во споредба на случај со ниска мобилност на капиталот.

Во случај на **флексибилен девизен курс**, фискалната контракција доведува до намалување на агрегатната побарувачка и на тој начин подобрување на тековната сметка. При висока мобилност на капиталот настануваат големи капитални одливи, депресијација на домашната валута и натамошно подобрување на тековната сметка. Од друга страна, при ниска мобилност на капиталот доаѓа до појава на суфицит на билансот на плаќање и апресијација, што го неутрализира иницијалното подобрување на тековната сметка. Оттука, во услови на ниска мобилност на капиталот е потребна појака фискална контракција. Меѓутоа, ако економијата има негативен производствен јаз, тогаш политиките за намалување на побарувачката овозможуваат подобрување на надворешната рамнотежа, но, по цена на влошување на внатрешната рамнотежа. Со цел да се спречи овој ефект, политичките пакет-мерки треба да имплицираат девалвација на девизниот курс, што ќе придонесе за подобрување на тековната сметка и поттикнување на аутпутот (“expenditure switching policy”).

Имено, макроекономијата значително придонесува кон поблиско разбирање на работењето на економијата и на формулирањето на соодветните макроекономски политики за управување на економијата, со цел постигнување на стабилен економски раст и макроекономска стабилност. Притоа, макроекономијата е сеуште во процес на развивање во перфектна наука, што имплицира постојано усовршување и подобрување на нејзините теоретски, емпириски и аналитички рамки, кои треба да придонесат за поефикасно предвидување на идните економски настани и имплементирање на оптимални економски политики кои водат до ефикасно решавање на најважните економски проблеми и предизвици.

1.2 Улогата на фискалната политика во рамките на макроекономската политика

1.2.1 Цели и задачи на фискалната политика (фискални и вонфискални)

Во современите пазарни стопанства **фискалната политика** се дефинира како користење на инструментите на јавни финансии - јавните приходи и расходи за

остварување на целите на макроекономска стабилност.⁴ Остварувањето на овие цели се овозможува со помош на промените во обемот и во структурата на јавните расходи и промените во структурата на даноците и даночните стапки. Имено, со помош на наплатата на даноците и реализацијата на програмите на јавни расходи, државата влијае врз нивото на агрегатната побарувачка, а преку тоа врз производството, вработеноста и нивото на цени.

Фискалната политика се смета за едно од најмоќните орудија на економската политика во ублажувањето на варијациите во стопанските циклуси. Посебен акцент и се поставува на стабилизационата компонента на фискалната политика и нејзиното витално значење за економијата. Економијата е во економска рамнотежа, односно е стабилна кога истовремено се остварува високо ниво на вработеност или полна вработеност, стабилност на општото ниво на цените, урамнотежен платен биланс и стабилен стопански раст. Потребата од фискални мерки се појавува во услови на економска нерамнотежа која се одликува со високо или ниско ниво на цени (инфлација или дефлација), и со постоење на значајна недоброволна невработеност, намалено производство и намалена економска активност.

Успешните фискални одговори треба да се насочени кон ефикасна примена на јавните приходи и јавните расходи со цел одржување на агрегатната побарувачка на ниво на економска стабилизација. Имено, кога се зголемуваат даноците доаѓа до намалување на побарувачката, а кога се зголемуваат јавните расходи за добра и услуги побарувачката се зголемува. Ефектот е спротивен при намалување на даноците и јавните расходи. Агрегатната побарувачка се зголемува затоа што поради пониското оданочување останува поголем доход за потрошувачка и штедење. Според Смејулсон, ефектите на јавните расходи се поистоветуваат со расходите на приватниот сектор.⁵ Според кејнзијанската теорија **економската нестабилност** настанува секогаш кога агрегатната побарувачка ја предводи или заостанува зад движењето на потенцијалниот аутпут (понудата), предизвикувајќи зголемена невработеност и намалена економска активност, или непожелна инфлација и нарушени релативни цени.

Современото разбирање на стабилизационата функција на јавните финансии се состои во влијанието на буџетската политика врз макроекономските движења и остварувањето на целите на економска стабилизација како што се: **висока**

⁴ Живко Атанасовски, “Јавни финансии”, 2004, стр. 378

⁵ Samuelson, P., “The Pure Theory of Public Expenditures”, Review of Economics and Statistics, November, 1954.

вработеност, пожелна стапка на стопански раст, стабилност на цените и урамнотежување на платниот биланс. Имено, овие цели уште се нарекуваат и **вонфискални цели** на фискалната политика. Трите цели заедно (стабилноста на цените, економскиот раст и полната вработеност), станаа најважните цели на монетарната и фискалната политика на модерните држави од почетокот на педесеттите години на 20-тиот век наваму. Оданочувањето како дел на фискалната политика е прифатено како еден од најмоќните инструменти кои ѝ стојат на располагање државата за постигнување на овие економски цели.

Најфундаменталната причина поради која државата врши оданочување на своите граѓани е постигнувањето на **разумен степен на стабилност на цените** во национални граници.⁶ Доколку државата изврши големи набавки на добра и услуги без оданочување, потрошувачката од страна на јавниот и приватниот сектор брзо ќе генерира голем пораст на агрегатната побарувачка, а поради тоа и инфлаторни тенденции во економијата. Колку земјата е поблиску до рамнотежна положба на полна вработеност без јавна потрошувачка, толку поголем ќе биде притисокот создаден од јавната потрошувачка без оданочување.

Покрај одржувањето на разумна стабилност на цените, една од најважните цели е постигнувањето скоро **полна вработеност на сите ресурси** и осигурувањето на **задоволителна стапка на економски раст**.⁷ Така, во случај на повисоко ниво на агрегатна побарувачка во однос на она што е потребно за да се постигне ниво на полна вработеност, државата треба да прибегне кон зголемување на јавната потрошувачка, без да се зголемат даноците, или кон намалување на даноците, без да се намали јавната потрошувачка или да се преземат мерките комбинирани, односно зголемување на расходите и намалување на даноците.

Покрај тоа, државата може да ја стимулира приватната потрошувачка преку намалување на даночните стапки на најважните даноци (персоналниот данок на доход и данокот на профит на корпорациите) кои имаат позитивен одраз врз зголемувањето на вкупните даночни приходи преку зголемување на генерираниот доход од намалувањето на даночните стапки. Покрај економскиот раст, фискалната политика настојува и кон остварување на економски развој кој е многу поширока категорија од економскиот раст. Имено, под економскиот развој се подразбираат одржливите и

⁶ R.M. Sommerfeld – H.M. Anderson and H.R. Book, An Introduction to Taxation, Harcourt, Brace and World, Inc., New York, 1969, p. 11

⁷ Атанасовски, Ж., (2004): “Јавни финансии”, стр. 118.

конкретни акции на носителите на политиките и заедниците насочени кон промовирање на повисок животен стандард и подобро економско здравје на одредена област.⁸ Економскиот развој исто така претставува настанување на квалитативни и квантитативни промени во економијата, како на пример: развој на човечки капитал, важна инфраструктура, регионална конкурентност, стабилно окружување, социјална инклузија, здравство, одбрана и други активности.

Додека **економскиот раст** претставува пораст на пазарната вредност на добрата и услугите произведени во една земја и изразени преку процент од реалниот бруто-домашен производ, **економскиот развој** претставува политичка интервенција со цел да се подобри економскиот и социјален живот на граѓаните.⁹ Оваа цел е посебно актуелна во **помалку развиените земји**, кои се соочуваат со универзален проблем: малиот дел од националниот доход е посветен на инвестициите, а големиот дел на потрошувачката. За да се извлече една земја од кругот на сиромаштијата потребно е да ги зголеми штедењето и инвестирањето. Со внимателна и селективна употреба на даноците, може да се премости недостигот на средства за инвестирање со намалување на приватната потрошувачка. Дополнително на ова, владата своите расходи треба да ги насочи за општокорисни инвестиции со кои ќе создаде предуслови за приватното инвестирање. На пример, инвестиции во патишта, пристаништа, училишта, здравствени објекти, со кои може да се стимулираат приватните инвестиции. Покрај тоа, мерките од доменот на даночната политика се преземаат и во развиените земји и тоа најчесто како метод на забрзана амортизација и воведување на даночен кредит со цел да се поттикне порастот на инвестиционата потрошувачка.

Прераспределбата на доходот е исто така многу важна вонфискална цел поради социјалните односи во општеството. Економските аргументи се поврзуваат со фактот дека големата концентрација на богатството и на доходот создава тенденција да се намалува агрегатната побарувачка под задоволителното ниво, поради помалата склоност кон потрошувачка на лицата со висок доход во однос на лицата со понизок доход. Поправична распределба на национаното богатство, односно поправична интерперсонална дистрибуција на доходот може да се постигне само преку прогресивно оданочување.

⁸ Sen, A. (1983). Development: Which Way Now? Economic Journal, Vol. 93 Issue 372. pp. 745–762.

⁹ Statistics on the Growth of the Global Gross Domestic Product (GDP) from 2003 to 2013, IMF, October 2012.

Во поново време, покрај фискалните и вонфискалните, односно економските и социјалните цели, во современите даночни системи се вклучуваат и цели како што се оние за подобрување на демографската структура на населението, регулирање на потрошувачката на определени артикли, подобрување на животната средина и други цели, кои треба да придонесат за подобар економски и социјален живот на населението.

1.2.2 Инструменти на фискалната политика и претпоставки за нивно ефикасно делување

Новите погледи во економската теорија, кои битно влијаеја врз промената на карактерот и улогата на јавните финансии, се познати под името **фискална политика**. Со изразот фискална политика се означува финансиската политика која, ако не потполно, тогаш во значајна мера, им е наменета на нефискалните економски и социјално-политички цели (Ф. Нојмарк).¹⁰ Креирањето на модерната концепција за јавните финансии и формирањето на фискалната политика е поврзано со познатата “Кејнзијанска револуција”, кога Кејнз прв меѓу економистите почна да го употребува терминот “фискална политика”. Според Пол Семјуелсон, фискалната политика означува употреба на оданочувањето и на јавните расходи во процесот кој ги има следните задачи: да го спречи падот во стопанскиот циклус и да одржува стопански раст со висока стапка на вработеност без превисока инфлација и дефлација. Согласно карактерот на задачите, Семјуелсон разликува краткорочна (стабилизација) и долгорочна (за стопански раст) фискална политика.¹¹

Основните инструменти на фискалната политика кои се користат за остварување на основните макроекономските цели се: **јавните приходи и јавните расходи**. Тие се меѓусебно условени и се поврзани во единствен систем преку буџетот, како основен инструмент на јавното финансирање. Јавните приходи и јавните расходи мора да се во извесна рамнотежа, за да може успешно да се извршува процесот на јавното финансирање и да се обезбеди соодветна понуда на јавни добра. **Јавните приходи** претставуваат финансиски средства кои ги остваруваат државата и другите јавно-приватни тела заради покривање на јавните расходи, кои произлегуваат од

¹⁰ Атанасовски, Ж., (2004): “Јавни финансии”, стр. 42.

¹¹ Samuelson.P., (1951):”Economics – An Introductory Analysis”, p. 395.

извршувањето на нивните функции.¹² Тие се остваруваат континуирано, низ еден процес на систематска наплата на јавните давачки, а исто така и преку задолжување на државата. Континуитетот во нивната реализација е неопходен поради карактерот на јавните функции, кои мора да се извршуваат редовно и ефикасно.

Обемот и структурата на јавните приходи зависат од јавните функции што ги извршува државата (и другите јавно-правни тела), како и посебните цели на фискалната, економската и социјалната политика на општеството. Притоа, државата наплатува различни видови даноци, односно директни и индиректни даноци, со што врши зафаќање на еден дел од БДП за потребите на јавното финансирање. Директните даноци, односно даноците на доход и даноците на имот се наплатуваат, исто така, од доходите на физичките и правните лица, кои се дел од националниот доход. Индиректните даноци (данокот на додадена вредност, акцизите, царините и фискалните монополи) се вклучени во продажните цени на добрата и услугите, односно во вредноста на БДП и се прибираат директно од државата.

Современите држави во стекнувањето на своите приходи се потпираат првенствено врз својот фискален суверенитет и им наметнуваат на физичките и правните лица задолжителни давачки, како што се даноците, таксите и другите јавни давачки. Генерално, **јавните приходи може да се појават во следните облици:** (1) **фискални приходи**, како што се даноците, таксите, придонесите и парафискалните приходи; (2) **приходи од активноста на државните органи и установи**, од користење на јавниот имот и од работата на државните претпријатија; (3) **јавни заеми**; (4) **средства од монетарна емисија**; и (5) **помошти и донации**, кои можат да произлезат од домашни извори или од трансфер од доход на доходот на други земји. Приходите под број еден поради посебните карактеристики се нарекуваат “фискални приходи”, додека останатите приходи се нарекуваат “нефискални” или “неданочни” приходи. Според процентуалното учество во структурата на јавните приходи, најголемо значење имаат фискалните приходи, кои обезбедуваат повеќе од 70% од даночните приходи, а во одделни земји и до 90% од јавните приходи, што овозможува ефикасно и ефективно извршување на фискалните и вонфискалните цели на фискалната политика.

Јавниот долг во современите јавни финансии се користи како **алтернативен инструмент за обезбедување приходи за покривање на зголемените јавни**

¹² Атанасовски, Ж., (2004): “Јавни финансии”, стр. 107.

расходи.¹³ Задолжувањето, односно креирањето на долг овозможува државата да ги финансира јавните добра и услуги без да го редуцира реалниот доход или имот на индивидуалните лица, како во случајот на наплатувањето на даноците. Во спротивно, државата ќе биде принудена да прибегне кон најнепопуларната мерка за зголемување на јавните приходи, односно кон зголемување на постојните даноци или воведување на нови даноци. Јавниот долг се дефинира како сума на позајмени парични средства кои државата им ги должи на своите кредитори во даден временски момент.

Јавниот долг кореспондира со буџетските дефицити и затоа уште се дефинира и како **кумулятив на дефицитите остварени во претходните периоди од страна на државата**, односно централната власт и пониските степени на власта заедно (на пример, општините). Според ова, ако секоја година се остварува дефицит, тогаш се зголемува јавниот долг. Кога буџетот е во суфицит, државата може да го намали долгот ако не ги обновува државните хартии од вредност. Покрај тоа, суфицитот може да се примени за отплата на дел од долгот пред неговото достасување. Јавниот долг може да биде бруто и нето.

Бруто јавниот долг го одразува задолжувањето на државата кај централната банка, државните агенции, социјалните фондови, приватните инвеститори и различните финансиски институции, додека **нето долгот** го одразува само задолжувањето на државата кај публиката, односно претпријатијата, домаќинствата, комерцијалните банки, осигурителните куќи, странските граѓани и финансиските институции и инвеститори кои купуваат државни хартии од вредност. Нето долгот уште се нарекува и **реален долг**, а задолжувањето на државата кај централната банка и кај државните агенции се квалификува како **“прикриена монетарна креација”**. Сепак, претпоставките за ефикасно функционирање на јавниот долг вклучуваат правилно и прудентно менаџирање на јавниот долг, што имплицира одржливост на долгот и макроекономска стабилност. Важноста на менаџментот со јавен долг произлегува од: (1) економското влијание што го има, и (2) меѓуповрзаноста со фискалната и монетарната политика. Оттука, секоја промена во рокот на достасување на државните хартии од вредност или структурата на сопствениците на долгот има значителни економски реперкусии врз спроведувањето на фискалната и монетарната политика.

¹³ Исто, стр. 298.

Јавните расходи, како втор важен инструмент на фискалната политика, ги претставуваат издатоците на државата и на другите јавно-правни тела кои се прават за финансирање на понудата на јавни добра, како и за остварување на други цели на економската и социјалната политика.¹⁴ Развојот на јавните финансии во голема мера е поврзан со еволуцијата за сфаќањата за карактерот, големината и улогата на јавните расходи. Модерниот пристап на јавните расходи започнува со гледањето на јавните расходи како на продуктивно трошење за финансирање на продуктивни цели. Тие се посматраат како многу ефикасен инструмент на економската и социјалната политика на современата држава.

Постојат многубројни и разновидни класификации на јавните расходи, што зависи од критериумите според кои се групираат јавните расходи. Меѓу најважните класификации е поделбата на **редовни и вонредни**, која се остварува врз основа на времето кога расходите се јавуваат. **Редовни расходи** се оние расходи кои редовно, односно постојано се јавуваат во одредени временски интервали, обично еднаш годишно. Основните карактеристики на овие расходи се: (1) можат однапред да се предвидат; (2) се јавуваат во релативно стабилни износи, и (3) редовно, односно секоја година се јавуваат во буџетите на државата и на другите јавно-правни тела. Пример за редовни расходи се расходите за одбрана, образование, судство, безбедност итн. Спротивно на ова, **вонредни расходи** се оние расходи кои не се јавуваат редовно, туку најчесто под влијание на некои вонредни состојби (природни незгоди, воени состојби, финансиски кризи и сл.). Тие не можат однапред да се предвидат или да се планираат и не одговараат на редовните функции на државата. Покривањето на овие расходи може да потрае и подолго од едногодишниот буџетски период. Сепак, доколку овие расходи се од продуктивен карактер, тие ќе бидат корисни и за идните генерации. Поради тоа, за нивното покривање се препорачува да се користат средства од јавни заеми.

Според значењето што го имаат јавните расходи за националната економија, односно ефектите што ги предизвикуваат во однос на промените на националниот доход, јавните расходи се делат на **производни (продуктивни) и трансферни**, при што производните расходи уште се делат на реални и инвестициони. **Реалните расходи** се издатоци за набавка на продуктивни добра и услуги и за плати на службениците и на работниците на државната администрација. Тоа се традиционални расходи за војска, образование, државна управа итн. Нивниот продуктивен карактер

¹⁴ Исто, стр. 69-103.

произлегува од нивниот придонес кон зголемување на националниот доход.¹⁵

Инвестиционите расходи или “капиталните расходи” се продуктивни затоа што влијаат врз зголемувањето на националниот доход, а преку тоа индиректно и врз зголемувањето на буџетските приходи (изградба на енергетска и транспортна инфраструктура, геолошки истражувања и сл.).

Трансферните расходи имаат релевантни позитивни ефекти, бидејќи со нив се врши прераспределба на доходот, односно пренесување (трансфер) на дел од расположливите финансиски средства од едни субјекти (даночните обврзници) на други субјекти (фирми, сектори на стопанството или социјални групи на населението) на кои им се зголемува економската моќ и потрошувачката. Позитивните ефекти се одразуваат преку порастот на производството, а негативните преку дестимулирањето на волјата за работа и намалувањето на штедењето и инвестициите. Нивното учество во буџетските расходи најчесто е повисоко од 30% со тенденција за преиспитување и редуцирање.

Постојат три катефории на трансферни расходи: **камати на јавен долг, економски субвенции и трансфери за социјални цели**. Најголемо значење за зголемувањето на производството и конкурентноста се **економските субвенции** кои се појавуваат како субвенции на страната на производителите и на страната на потрошувачите. Првите се познати како субвенции за земјоделското производство и извозни премии, додека вторите како економски трансфери со кои се субвенционираат цените на потрошувачките артикли и на тој начин се влијае врз одржувањето на стандардот и одредени видови производство. **Социјалните трансфери** достигнаа најголем пораст по Втората светска војна како резултат на јакнењето на “државата на благосостојба” и правата од сферата на социјалното осигурување, и се јавуваат како расходи по основ на пензиско-инвалидско осигурување (пензии), надоместоци за невработени, плаќања за социјално загорени, семејни додатоци и плаќања за хендикепирани лица и сл. Врз основа на субјектите кои ги извршуваат јавните расходи се делат на **расходи на централната власт** (државни) и **расходи на локалните власти**. Во федералните држави поделбата добива три нивоа: федерални (централни) расходи, републички или расходи на федералните единици и локални расходи, и

¹⁵Се разликуваат директно и индиректно продуктивни расходи. *Директно продуктивни расходи* се расходите за изградба на јавни претпријатија, изградба на телекомуникации, за научни и образовни цели, додека *индиректно продуктивни расходи* се расходите за администрација, одбрана, безбедност, судство итн.

претставува една од најсложените поделби на јавните расходи поради тешкотијата да се оствари ефикасно разграничување на уставните надлежности и поделбата на функциите.

Сепак, со цел да се поедностави поделбата на јавните расходи и истата да се прилагоди за оперативните и практичните цели на државите, во буџетските системи на одделни земји, вклучувајќи ја и нашата земја, се изготвува т.н. расходна буџетска класификација според која расходите се групираат во две основни групи: **тековни и капитални расходи**. **Тековните расходи** се однесуваат на тековните активности на буџетските корисници и ги опфаќаат расходите за плати, наемнини, надоместоци, набавка на стоки и услуги, тековни трансфери и камати. **Капиталните (инвестициони) расходи** се однесуваат на расходите со кои се создаваат долготрајни активи и ги претставуваат расходите за набавка на капиталните средства и опрема, и капиталните трансфери.

Основните принципи врз кои почива ефикасното делување на јавните расходи се: (1) **принципот за остварување на општиот (јавниот) интерес** според кој расходите треба да се извршуваат за задоволување на потребите и целите од општ или јавен интерес, а не за задоволување на личните и групните потреби и интереси; (2) **принципот на умереност**, според кој јавните расходи треба да се умерени и да имаат покритење во јавните приходи, кои се реализираат од создадениот БДП, бидејќи во спротивно ќе имаат негативно влијание врз економската и финансиската стабилност, економскиот развој и врз порастот на БДП во иднина; (3) **принципот на пропорционално задоволување на потребите за одредени јавни добра** преку пропорционално усогласување на расходите за одделни намени, водејќи сметка за приоритетите во финансирањето и трошоците за производство на одделни добра со цел оптимално остварување на јавниот интерес и рационално користење на средствата; и (4) **принципот на штедливост (економичност)** кој претставува остварување на поставените цели за соодветна понуда на јавни добра со најмал потрошок на јавни средства и претставува еден од најзначајните принципи во класичната и современата теорија на јавните финансии.

Дефицитот, како важно средство на економската политика, доби големо значење во периодот по големата депресија, кога променетите економски, социјални и политички состојби наметнаа нови задачи пред економската политика, како што беа совладувањето на депресијата, обезбедувањето на полна вработеност, поттикнувањето

на развојот и сл. Сето ова придонесе да се напушти класичното гледање на буџетската рамнотежа како симбол на здрави финансии и да се пристапи кон дефицитно финансирање на јавните расходи преку активно користење на јавните заеми и емисијата на пари. Наспроти буџетскиот дефицит, кој се користи како средство за заживување на стопанството, буџетскиот суфицит се користи како средство за редуцирање на прекумерната агрегатна побарувачка.¹⁶

Буџетскиот дефицит настанува кога вкупниот износ на расходите го надминува вкупниот износ на редовните приходи (даноци, такси итн.) во буџетот за определен временски период, односно кога постои состојба на непокриен вишок на расходи над приходите. **Буџетскиот суфицит** настанува во обратен случај, кога вкупниот износ на приходи во буџетот ги надминува вкупните расходи за определен временски период, односно постои вишок на приходи. Во зависност од времето на појава на дефицитот во буџетската година, дали се планира однапред или настанува во текот на извршувањето на буџетот, буџетскиот дефицит може да биде планиран и фактички. **Планираниот дефицит** е определен однапред во фазата на предлагање на буџетот за изгласување во парламентот, додека **фактичкиот дефицит** е резултат на дефинитивно извршен буџет и се разликува од планираниот дефицит.

Од аспект на причините што го предизвикуваат дефицитот се дели на цикличен и структурен. Во економската литература најголем дел од анализите за оценка на ефектите на фискалната политика се остваруваат преку овие два вида на дефицити. **Структурниот дефицит** е оној дефицит кој настанува во буџетот и тогаш кога економијата е на ниво на полна вработеност и оптимално ангажирање на производните фактори (околу 6% и 80-85% ангажираност на производните фактори) и не зависи од цикличното движење на економијата. Тој е одреден од мерките на дискреционата политика, односно од утврдените даночни стапки, расходите за социјална помош и сл. и не зависи од состојбата на економијата, но може да се подобри преку промена на даночниот систем, кој не може да ги обезбеди даночните приходи или преку промена на буџетскиот систем, кој создава расходи кои се над размерите на даночните приходи. На пример, ако се намалат воените расходи за 20 милијарди долари, за толку ќе се намали структурниот дефицит, но доколку не се неутрализира со пораст на расходите за други намени, оваа мерка ќе доведе до контракција на стопанската активност и зголемување на цикличниот дефицит.

¹⁶ Исто, стр. 336-372.

Цикличниот дефицит настанува како резултат на цикличните промени во економијата и се движи во согласност со бизнис циклусот на економијата. Тој настанува како последица на пониските даночни приходи во период на депресија и повисоките расходи за социјална заштита, социјални помошти, надоместоци на невработеност итн. Имено, фактичкиот дефицит за една година се состои од структурниот и цикличниот дефицит. За оценка на ефектите на истиснување на приватните инвестиции првенствено се анализира структурниот дефицит, бидејќи цикличниот дефицит не предизвикува таков ефект поради намалената побарувачка во период на рецесија и последователно ниските каматни стапки.

За оценка на ефектите на буџетскиот дефицит важно е дејството врз каматните стапки, националното штедење и инвестициите. Влијанието врз овие променливи зависи од тоа колку дефицитот влијае врз понудата и побарувачката на средства за заем на пазарот на капитал. Општо е познато дека државното задолжување на пазарот на пари за покривање на буџетскиот дефицит предизвикува зголемување на каматните стапки и истиснување на приватните инвестиции (набавки на опрема, градење на фабрики и сл.), што во економската теорија е познато како ефект на истиснување на приватните инвестиции или “crowding-out effect.” Имено, ефектот на истиснување на приватните инвестиции претставува краткорочно влијание на буџетскиот дефицит врз стопанството и е поврзан пред сè со структурниот дефицит, а не со цикличниот. Ефектот на истиснување на приватните инвестиции е правопрпорционален со сензитивноста на каматните стапки и реакцијата на приватните инвеститори на зголемените каматни стапки. Сепак, прудентното и рационално државно задолжување за финансирање на дефицитот е повеќе од потребно за одржливоста на долгот и долгорочната финансиска стабилност.

1.2.3 Стабилизационата функција на фискалната политика и агрегатната побарувачка

Според Shaw, “фискалната политика ги опфаќа оние варијации на владините даночни и расходни програми кои се превземаат со единствена намера да се обезбедат целите на макроекономската политика”. Ваквото појмовно определување на фискалната политика ја поистоветува со стабилизационата функција на фискалниот

систем.¹⁷ Меѓутоа, тоа е само еден аспект од системот на јавните финансии во обезбедувањето на макроекономските цели кои не ги инкорпорира приспособувањата во алокацијата на ресурси и ускладувањата во распределбата на приходите и имотот.¹⁸ Дури и самиот Musgrave иако не ги заборава класичните функции на проблемите на алокацијата и распределбата, фискалната политика ја третира како стабилизациона функција на фискалниот систем и го истакнува нејзиното витално значење. **Оваа стабилизациона улога фискалната политика ја остварува преку регулирање на обемот и структурата на агрегатната побарувачка, а со тоа влијае врз остварувањето на стабилност на цени, полна вработеност, нивото на економски раст и рамнотежа на билансот на плаќање.** Фискалната политика во остварувањето на овие цели применува неколку механизми на делување на фискалните инструменти и тоа:

1. Методот на вградени (автоматски) стабилизатори (built-in flexibility)
2. Методот на дискрециони мерки (discretionary fiscal policy)
3. Методот на формула на флексибилност (formula flexibility)

1.2.3.1 Вградени (автоматски) стабилизатори (built-in flexibility)

Овој метод на автоматски стабилизатори се заснова врз претпоставката дека одредени фискални големини автоматски делуваат антициклично и без било какви интервенции на законодавното тело или владата. Имено, за вградени стабилизатори се зборува тогаш кога даночните приходи или јавните расходи автоматски реагираат на конјуктурните осцилации во стопанството. Ваквиот механизам добива карактер на вградена-автоматска стабилност дури кога промените во големината на даночните приходи и јавните расходи ќе го активираат мултипликаторско-акцелераторското дејствување врз амплитудите на цикличните осцилации и кога ќе се почувствува стабилизационото влијание во економијата.¹⁹ Тие се автоматски по својата суштина затоа што дејствуваат инверзно во однос на промените на доходот без да се превземаат посебни мерки за промени на елементите на фискалниот систем.

¹⁷ The economic theory of fiscal policy : A.T. Peacock and G.K. Shaw, (London, Allen and Unwin, 1971).

¹⁸ Со алокацијата на ресурси се задоволуваат јавните потреби кои поради нивната природа не можат да се задоволат низ пазарниот механизам, додека задача на дистрибутивната функција е да се одреди ии обезбеди правилна состојба за распределбата.

¹⁹ Fedelino A, Ivanova A, Horton M (2009) Computing Cyclically Adjusted Balances and Automatic Stabilizers. IMF Technical Notes and Manuals, Washington, D.C.

Автоматското стабилизационо дејство настанува во две групи вградени стабилизатори : **даноците**, посебно даноците на доход и **трансферните расходи**, и тоа компензациите за невработеност и плаќањата за социјални грижи.²⁰ Даночниот систем со нагласена прогресивна структура на оданочување е еден од најважните вградени автоматски стабилизатори во фискалните системи на развиените земји. Кога доходот опаѓа, голем број даночни обврзници се истиснуваат во зоната на пониски даночни стапки на прогресивната даночна скала. Обратно, кога доходот расте, еден број даночни обврзници се истиснуваат во зоната на повисоки даночни стапки. **Даночните приходи од данокот на доход се зголемуваат или се намалуваат автоматски со промените во индивидуалниот доход.**

Во случајот на регресивни даноци даночните приходи може да се зголемуваат, да се намалуваат или да останат исти кога доходот се зголемува. Оттука, ако **даночниот систем** се заснова врз прогресивен данок на доход, со поостра прогресија, составена од повеќе транши и со повисока маргинална стапка, тогаш вградената стабилност ќе има значително поголемо влијание врз економијата. Имено, автоматизмот во дејствувањето на даночниот систем функционира на следниов начин. Во почетната фаза на стопанскиот циклус, најчесто следена со инфлациони тенденции, системот на прогресивно оданочување имплицира побрз пораст на даночните приходи од оној на националниот доход. Ваквото автоматско натпропорционално зголемување на даночните приходи (буџетски суфицит) во однос на порастот на националниот доход поволно влијае врз смирувањето на стопанската клима и врз ублажувањето на негативните последици кои може да ги произведе кумулирањето на експанзивните тенденции.²¹ При забавување на економијата, автоматското дејствување е во обратна насока. Нагласеното прогресивно оданочување на доходот доведува до прогресивно смалување на данокот, што значи приходите од данокот се намалуваат побрзо од намалувањето на националниот доход. Од стојалиште на стабилизационата политика, ваквите процеси успешно ги антиципираат симптомите на рецесијата и не дозволуваат благиот пад на стопанската активност да се претвори во непосакувана хронична депресија.

Даночните приходи од општиот данок на потрошувачка (ДДВ) пропорционално се менуваат со промените во доходот, и затоа се помалку ефективни од даноците на

²⁰ Живко Атанасовски, 2004, стр. 400

²¹ Automatic Fiscal Stabilisers: What they are and what they do, Economic Papers 452, April 2012.

доход. Специфичните даноци на потрошувачка, акцизите се уште помалку ефикасни вградени стабилизатори, бидејќи се наплатуваат од ограничен број на добра. Сепак, промените на приходите од данокот на добивка на корпорациите се пропорционално поголеми отколку кај данокот на доход поради големото флукутирање на профитот во текот на економскиот циклус. Данокот на добивка варира директно со профитот и го апсорбира ударот од падот на корпоративните приходи во услови на рецесија, и обратно порастот на профитите во услови на експанзија. Економското значење од непосредниот однос меѓу даночните приходи и доходот доаѓа од влијанието на даноците врз потрошувачката и агрегатната побарувачка и од потребата за нивна адекватна регулација со цел да се избегнат штетните последици од инфлаторните и рецесивните јазови во економијата.

Автоматизмот идентично делува и на страната на **буџетските расходи**. Во услови на инфлација државата ги лимитира или редуцира расходите на буџетот, а во фаза на депресија автоматски ги зголемува како би се поттикнало оживување на економијата. Кај сите видови расходи (надомест за невработеноста, трансферните плаќања, субвенции за земјоделството и сл.) кои се користат како вградени стабилизатори пресудно е **прецизно утврдување на моментот на нивната исплата**. Доколку постојат индиции за пораст на невработеноста потребно е веднаш да се започне со исплати на име на невработеност, кое нешто би го одржало, а понекогаш и зголемило, нивото на агрегатна потрошувачка. Ова поради фактот што корисниците на трансферот имаат значително поголема гранична склоност кон потрошувачка од онаа што ја поседуваат субјектите кои не се загрозени од депресијата, па мултипликативното дејствување врз порастот на националниот доход ќе биде значително посилено. Најзначаен вграден автоматски стабилизатор се **надоместоците за осигурување од невработеноста**, кои варираат директно со нивото на невработеност односно состојбата на рецесија. Другите **трансферни плаќања** (за социјална сигурност, помошти и сл.) имаат нагорен тренд, но за нив е карактеристично дека се зголемуваат побрзо за време на рецесија, а многу побавно за време на експанзија, што покажува на нискиот степен на еластичност и ефикасност како автоматски стабилизатори.

При постоење на вградена еластичност посебно значајно е да се утврдат факторите кои ја одредуваат големината на таквиот автоматски ефект. Под претпоставка дека државните расходи се постојани, реагирањето на промената на

даночниот приход T на промените на нивото на националниот доход Y може да се изрази преку следниот коефициент :

$$E_t = \frac{T/t_0}{Y/y_0}$$

каде t_0 и y_0 се базични големини на приходот и доходот, додека E_t е мерило на процентуалната промена на доходот. Ако коефициентот E_t расте, тоа значи дека даночните приходи се менуваат во ист правец со промените на доходот, од што се заклучува дека вградените стабилизатори имаат позитивно дејство. Обратно, доколку коефициентот здобие негативна вредност, структурата на даночниот систем дејствува дестабилизаторски врз движењето на националниот доход.

Вградените автоматски стабилизатори, несомнено, не се доволно силни да ги спречат во целост флукуациите во економијата. Општо, растењето на економијата ќе доживее експанзија на приходите која ќе го надмине порастот на расходите – ако буџетските програми останат непроменети, бидејќи поголемиот дел од населението е субјект на повисока маргинална даночна стапка, а помалку предмет на социјална грижа. Во такви услови, при отсуство на дискрециона политика, нето ефектот ќе се манифестира со пораст на буџетскиот вишок придружен со дефлаторни тенденции. Ова сугерира дека вградените стабилизатори може да го “престабилизираат” растењето на економијата и да доведат до негативни странични ефекти. Во време на инфлација тоа е добро решение, но во стабилна економија вграденото прогресивно зголемување на данокот мора неизбежно да ја ограничи на долг рок стапката на економски раст.

Ваквото попречување на здравиот развој (во теоријата на фискалната политика познат под името “фискална кочница” – *fiscal drag*) ја налага потребата од превземање на дискрециони мерки, кои ќе овозможат постигнување на компромис помеѓу политиката на остварување на највисок степен на стабилност и политиката која ја максимизира стапката на растеж во интерес на подигање на глобалната материјална состојба.²²

1.2.3.2 Дискрециона фискална политика (Discretionary Fiscal Policy)

Дискреционата фискална политика преставува намерно и смислено (*ad hoc*) обликување на параметрите на фискалната политика, во зависност од конјуктурната

²² Види Томислав Гроздановски, “Стабилизациона фискална политика”, 2000, стр.1-46

ситуација, заради остварување на основните цели на стабилизационата политика. Како мерки можат да дејствуваат самостојно, но најчест случај е кога се надоврзуваат и го надополнуваат системот на вградени фискални стабилизатори. **Мерките на дискреционата фискална политика** се однесуваат на промената на јавните приходи (даноците) и јавните расходи. Со оглед на фактот дека јавните расходи преставуваат дел од општествениот производ, а даноците имаат директно влијание врз расположливиот доход, дискреционите промени на овие фискални параметри резултираат директно на промените на агрегатната побарувачка и големината на расположливиот доход на населението и стопанството. Оттука, преку нивно погодно комбинирање, може да се влијае врз нивото на користење на производните ресурси и врз односите помеѓу глобалната понуда и побарувачка во стопанството.

На страната на јавните расходи најзначајни дискрециони мерки на фискалната политика се **јавните работи и различните програми на трансферни плаќања** (т.н. негативни даноци), додека на **приходната страна** главно обележје на дискреционата политика преставуваат **цикличните промени во даночните стапки**. Основното правило на компензационо финансирање во време на депресија се состои во зголемување на нивото на побарувачка во износ на кој агрегатната потрошувачка би се подигната до вредноста која одговара на големината на производот остварен во полна вработеност.

Во услови на длабока и потенцијална депресија, кога невработеноста се здобива со особина на алармантна појава, различните програми на јавни работи се една од главните и најделотворни (но под услов да се доволно флексибилни) акции на фискалната политика. **Прво**, поради тоа што на тој начин се решава проблемот на невработеноста и, **второ**, зашто преку подигање на вработеноста се зголемува недоволната ефективна побарувачка, која според Кејнз има клучна улога во економијата. Имено, овие јавни работи се однесуваат на промените во обемот и структурата на капиталните и тековните расходи.

Според кејнзијанскиот пристап, за време на депресија се зголемуваат **капиталните расходи**, односно се пристапува кон изведување на поголеми **јавни проекти** (изградба на магистрални патишта, пристаништа и други објекти) за чија реализација се ангажираат невработени лица и нова инвестициона опрема, со што се зголемува личната и инвестиционата потрошувачка и се влијае врз порастот на нивото на агрегатна побарувачка. Во периодите на инфлација, јавните проекти треба да се

одложат, или да се забави нивната изградба, за да се ослободат на тој начин одредени ресурси што ќе се користат во приватниот сектор. Јавните работи во текот на големата депресија во 1930 година беа еден од основните фактори за совладување на економската криза и на решавање на проблемот на невработеноста. Поголема компонентна на јавните расходи во голем број современи држави преставуваат **тековните расходи** за добра и услуги. Овие расходи се извршуваат во врска со функционирањето на многу државни органи и установи (министерства). Во рамките на овие расходи голема пропорција преставуваат **издатоците за плати и надници на јавните службеници**. Зголемувањето на овие расходи не е политички повољно, без оглед што мотивите за една таква мерка може да произлегуваат од потребата да се регулира агрегатната побарувачка. Нивното редуцирање во услови на зголемена побарувачка е значително тешко на краток рок. Поради овие забелешки, ефектите од промените во обемот на расходите за добра и услуги на агрегатната побарувачка се манифестираат по истекот на одреден временски период.

Раните програми на **трансферни плаќања** можат да послужат, исто така, како погоден инструмент на антидепресивната политика. Воопшто не е за потценување нивното директно поттикнување на ефективната побарувачка ако се земе предвид фактот дека корисниците на трансферот поседуваат маргинална склоност кон потрошувачка блиска на единица. Имено, тука се вбројуваат трансферните плаќања на индивидуални лица, како што се **пензии, плаќања за осигурување од невработеност и разни други социјални надоместоци**. Порастот на трансферните плаќања, често се доведува во врска со целите на редистрибутивната политика на државата. Во услови на рецесија, поради потребата да се стимулира агрегатната побарувачка, постои опасност трансферните расходи да се зголемат, во апсолутен износ, до ниво кое се смета за непожелно од аспект на редистрибутивните параметри. Имено, доколку преку зголемувањето на трансферите се постигне зголемување на агрегатната побарувачка, а со тоа и намалување на невработеноста, тогаш вкупната сума на трансферните плаќања ќе опадне од достигнатото ниво на пониско ниво, како резултат на вградената стабилност, иако постои голема веројатност дека тие нема да се вратат на почетното ниво.

Кога варијациите на страната на расходите не се доволни да се оствари стабилизационен ефект, се пристапува кон **промена на даночните стапки**. Притоа, во состојба на депресија се прибегнува кон смалување на даночните приходи и оставање

на поголем дел од расположливиот доход на населението и стопанството, додека нивниот пораст при нагласена конјуктура има за основна цел да го ослаби притисокот на претерана агрегатна побарувачка. Меѓутоа, дискреционите фискални мерки на страната на јавните приходи може да се однесуваат и на **промена на даночната основа**, односно нејзино проширување или стеснување во зависност од цикличните промени, **укинување на постојните или воведување на нови даноци** и сл. Имено, ако релативно лесно и безболно се извршува редукацијата на даноците (диктирана со стабилизационите потреби), тоа не е случај и со порастот на даночната пресија. Дотолку повеќе што зголемувањето на данокот може да се совпадне со постоење на веќе високи фискални отповарувања на населението и стопанството. Затоа, сосема во право е Samuelson кога констатира дека “е полесно да се мобилизираат политичките чувства во борбата против невработеноста отколку во борбата против инфлационите јазеви...”

За успешна примена на дискреционата фискална политика во економии кои наоѓаат во фаза на контракција или прегреана конјуктура **важна е правовремена акција**, зашто искуството покажа дека резултатите се можни само ако не настанала кумулација на цикличните нарушувања и ако нерамнотежата во производството и потрошувачката не зела широки размери.

Благовременото дејствување, наидува на извесни тешкотии бидејќи изискува прелиминарно извршување на некои операции и тоа:²³

- дијагностицирање на постојната состојба во сферата на понудата и побарувачката и предвидување на идните трендови;
- извршување избор на поделени инструменти и утврдување на опфатот на нивната примена; и
- прецизирање на моментот кога ќе отпочне имплементацијата на одбраните мерки и времето на траење на нивната примена.

Временското задоцнување на дискреционите мерки поради горе наведените причини, односно проблемот на т.н “**time lag**” е феномен од круцијално значење, не само за дискреционата фискална политика, туку и за дискреционата монетарна политика за која се залагаат кејнзијанците. Имено, мерките би можеле да бидат погрешно замислени и всушност да предизвикаат експанзионистички сили кога

²³ Jelcic, B. (1981), *Recnik javnih financija I finansijskog prava*, Zagreb: Informator.

контрактивната политика е неопходна, и, обратно да бидат рестриктивни кога е потребно оживување на конјуктурата. Ова може да резултира со потенцијална опасност за дополнително дестабилизирање на економијата при што временското задоцнување ја трансформира дискреционата политика од стабилизатор во основен генератор на нестабилноста. Ваквата плаузибилна ситуација може да се појави поради погрешна слика на состојбата на економијата, но и поради погрешна проценка на идните движења.

Временските задоцнувања се диференцираат во две основни групи: **внатрешни задоцнувања** (inside lag) и **надворешни задоцнувања** (outside lag). Внатрешните задоцнувања се појавуваат како : задоцнување во воочувањето (recognition lag), законодавно задоцнување (legislative lag) и административно задоцнување (administrative lag).

Заостанување во воочувањето, односно распознавањето на карактерот на стопанските движења е должината на времето од моментот на појавата на потребата за промена на политиката до моментот на воочување на потребата. Ризикот да се добие погрешна престава за тековната состојба може да биде резултат на спориот прилив на потребни информации, при што оваа почетна фаза се нарекува уште информационо задоцнување (**information lag**).

Законодавното задоцнување претставува време кое е потребно предлогот на мерки да биде одобрен, односно озаконет од страна на законодавното тело (парламентот).

Административно задоцнување е времето потребно за подготвување на новите даночни мерки, распишување на тендери за јавни набавки или за јавни работи и сл. Поделбата на надлежностите помеѓу законодавната и извршната власт, организацијата на фискалниот систем и финансиските односи на релацијата централна-локална власт можат значајно да влијаат врз административниот процес и врз донесувањето на одлуките на фискалната политика.

Согласно на мерењата на внатрешните задоцнувања во некои земји, се добиле податоци дека одделни видови на временски заостанувања се движат од неколку недели до четиринаесет месеци. Откако ќе настанат внатрешните задоцнувања, настанува надворешното задоцнување, кое е во директна корелација со временското одложување на ефектите на дискреционите фискални мерки врз економијата (**impact lag**).

Во зависност од карактерот на користениот инструмент варира и временското задоцнување на ефектите на поделните дискрециони фискални мерки. Во просек 80-90% од ефектите на расходите на добра и услуги настануваат во интервал од една година. Кај трансферните плаќања, данокот на доход и данокот на промет задоцнувањето на дејството во најголема мера зависи од однесувањето на субјектите врз кои се насочени мерките при што, во некои случаи, се можни доста големи осцилации. Зависно од реагирањето на потрошувачите, се смета дека околу три-четвртини од вкупните промени во висината на расположливиот доход, поради промените во данокот на доход, настануваат во временски интервал од 3-12 месеци, а слична е и ситуацијата со индиректните даноци.²⁴

Многу потешко е да се проценат ефектите на мерките на дискреционата фискална политика превземени за насочување на побарувачката на инвестиционите добра. Временското задоцнување кај овие ефекти може да се јави во период од 2-3 години во зависност од факторите кои се релевантни за донесување на инвестиционите одлуки во приватниот сектор. Во економската стварност, иако изгледа пожелно елиминирањето на секое флукутирање на економската активност, поради ограничените знаења и непредвидливоста на економските феномени, воздржаноста од претерана употреба на дискреционите мерки може да биде оправдана доколку со тоа не се прави никаква штета.²⁵

1.2.3.3 Формула на флексибилност (formula flexibility)

За да се избегнат делумно недостатоците сврзани со дискреционата фискална политика и да се постигне поголем степен на моќ кај автоматските стабилизатори, во економската теорија е воведена т.н формула на флексибилност. Во таа смисла оваа формула **преставува компромис, односно комбинација на автоматските и дискреционите типови на фискални мерки.**

Формулата на флексибилност функционира како однапред разработен и законски регулиран систем, кој стапува во акција штом настанат одредени промени во националниот доход и вработеноста. Имено, со прописи се утврдуваат определени мерки кои треба да се превземат во доменот на даночната политика и политиката на јавни расходи тогаш кога ќе настанат одредени промени во стапката на вработеноста, нивото на цени, големината на националниот доход. Така, на пример, може да биде

²⁴ Hansen, B. (1969), *Fiscal Policy in Seven Countries 1955-1965*, Paris:OECD.

²⁵ Mankiw, G. (1998), *Principles of Economics*, Orlando: The Dryden Press.

предвидено при пораст за одреден процент на нивото на БДП или вработеноста, да се пристапи кон соодветни промени на даночните стапки и трансферните плаќања, со цел да се постигнат антициклични ефекти.

Со овие операции се скратува временското задоцнување, а паралелно се дејствува и врз измена на структурните релации во движењето на доходот и данокот. Според Богоев “вака поставена, формулата на флексибилност претставува динамична разработка на системот на автоматските стабилизатори во кој е задржана идејата за исклучување на дискреционите *ad hoc* акции, бидејќи промените на параметрите на јавните приходи и расходи во однос на утврдените варијабли на националното стопанство однапред се фиксираат на законска основа”. Во корелација со ефектите на формулата на ефикасот, треба да се наведе дека ни овој метод не е совршен метод на остварувањето на целите на стабилизационата фискална политика, поради сложеноста на современите пазарни стопанства и проблемите на циклични флукуации во економијата.

1.2.4 Ефекти на дискреционата фискална политика врз макроекономските варијабли

1.2.4.1 Модели на фискалната политика

Историски развој на макроекономските модели

Со објавувањето на делото на Кејнз “Општа теорија на вработеноста, каматата и парите” во 1936 година и неговиот силен одек во економската јавност, Нобеловиот лауреат **Сер Џон Хикс** (Sir John Hicks) користејќи ги идеите на Кејнз од неговото дело во **1937 година** го развил добро познатиот **IS-LM Модел** како Општа рамка за макроекономски анализи во **затворена економија**, кој наоѓа огромна примена како од кејнзијанците, така и од класичарите. Името на овој модел потекнува од двата основни услови на рамнотежа: дека инвестициите, **I**, мора да се еднакви на штедењето, **S**, и дека побарувачката на пари, **L**, мора да е еднаква на понудата на пари, **M**.²⁶

Кејнзијанскиот модел беше примарно создаден за време на Големата Депресија, кога економистите се трудеа да го објаснат светскиот пад на економијата и да изнајдат политики со кои ќе се помогне економијата да се врати во нормала. Раните Кејнзијанци

²⁶ Хикс направи кус преглед на рамката IS-LM во статијата насловена како :”Mr. Keynes and Classics: A Suggested Interpretation”, *Econometrica*, април 1937, стр. 137-159

нагласиле дека фискалната политика – одлуката на државата за јавните приходи и јавните расходи – може значително да влијае врз аутпутот и нивото на вработеност.²⁷ Во макроекономијата постојат повеќе теории врз основа на кои се остваруваат клучните економски анализи и се објаснуваат бројните економски проблеми. Сепак, како доминантни кои континуирано се надоградуваат и дополнуваат се класичниот и кејнзијанскиот пристап кон анализите на деловните циклуси.

Согласно на **Класичарите**, цените и платите се претпоставува дека се прилагодуваат брзо, со што пазарите се секогаш во генерална рамнотежа. Тие сметаат дека бизнис циклусите го преставуваат најдобриот одговор за нарушувањето во економијата, како што се продуктивните шокови, при што постојат мали оправдувања за интервенција на државата за ублажување на бизнис циклусите. За разлика од нив, **Кејнзијанците** се помалку оптимисти во однос на способноста на слободниот пазар (free-market economies) да одговори брзо и ефикасно на шоките.

Една од централните идеи на Кејнз е дека цените и наемнините се ригидни и не се прилагодуваат брзо на нивото на “чистење на пазарите”, односно урамнотежувањето на **трите основни пазари во економијата**: пазарот на добра и услуги (прикажан преку IS кривата), пазарот на пари (прикажан преку LM кривата) и пазарот на труд (прикажан преку FE кривата). Појавата на ригидност на платите и цените укажува дека економијата може да биде далеку од нивото на генерална рамнотежа за одреден временски период. Поради тоа, длабока рецесија не е оптимален одговор на слободните пазари на надворешни шокови, туку наспроти тоа, тоа е состојба на нерамнотежа во која високата невработеност покажува дека понудата на работна сила е поголема од побарувачката на работна сила. **Кејнзијанците веруваат дека државата треба да интервенира за да ги елиминира – или најмалку да ги минимизира – периодите на низок аутпут и висока невработеност.**

После Хикс, неколку генерации на економисти работеа на подобрување на постоечкиот IS-LM модел, кој најде широка примена во анализите на цикличните флукуации и макроекономската политика, како и во предвидувањата. Поради неговата прилагодлива природа, овој модел, иако вообичаено е идентификуван со кејнзијанскиот пристап, може исто така да се користи за презентирање и разгледување на класичниот пристап кон анализите на деловниот циклус. **Овој модел е еднаков со моделот AD-AS, со единствена позначајна разлика што IS-LM моделот ја зема во**

²⁷ Macroeconomics, Ben S. Bernanke, Chapter 11, Keynesianism, p.390

предвид врската помеѓу реалните каматни стапки и аутпутот, додека AD-AS моделот во својата анализа ја разгледува врската помеѓу цените и аутпутот. Поради ова, IS-LM моделот е покорисен за проучување на ефектите на различни шокови на реалните каматни стапки и варијабли, како што се штедењето и инвестициите, кои зависат од реалните каматни стапки, додека AD-AS моделот е попрактичен за шокови на цените и инфлацијата. Овие модели се базирани на еднакви претпоставки за економското однесување и прилагодувањето на цените, давајќи ги истите одговори кога се користат за анализирање на ефектите на различни шокови во економијата. Затоа, изборот на моделот IS-LM или моделот AD-AS при анализите е прашање на убедување, бидејќи и двата модели ја манифестираат истата макроекономска теорија.

Примената на овие два модели како рамка за макроекономска анализа од страна на класичарите и кејнзијанците имаше неколку **придобивки**: Прво, ја избегна потребата од изучување на два различни модели. Второ, употребата на единствена рамка ја нагласи големата усогласеност помеѓу кејнзијанскиот и класичниот пристап, но исто така јасно покажа како овие два пристапи се разликуваат меѓу себе. Базичниот теоретски и учебнички третман на фискалната политика во отворена економија е **Mundell-Fleming моделот**, кој е беше развиен во раните 60-ти и кој е комплементарен на IS-LM моделот. Моделот прави разлика помеѓу флексибилен и фиксен девизен курс. Покрај тоа, овој модел може да се користи за да се проучуваат ефектите на политиките во услови на перфектна и имперфектна мобилност на капиталот. Моделот претпоставува перфектна мобилност на капиталот, бидејќи ова е реалноста за индустриските економии во денешно време. Повторно, моделот го опишува краткиот рок и претпоставува постојано ниво на цени.

Овој модел на отворена економија не е базиран на микроекономски принципи и не ги зема во предвид последиците на фискалната експанзија врз иднината преку акумулацијата на долг и повисоките даноци. Економската теорија е начин да се организираат нашите мисли во однос на економските процеси и прашања. Постојењето на економски модели овозможува нивно специфицирање и емпириска валидација.

Меѓутоа, стариот IS-LM модел и неговото проширување ја заврши својата работа. Моделот беше едноставен и редоследот по значењето на неговите параметри беа договорени од страна на повеќето економисти. Имено, постоеше консензус за неговото значење и примена подолго време, дури и кога економистите или носителите

на политиката не се согласуваа помеѓу себе, тие, сепак, го зборуваа истиот јазик. Разликите можат да бидат забележани во поглед на различните цели: избегнување на инфлација наспроти избегнување на рецесија или забавување на економијата. Консезусот беше подложен на напад во 1970 година и за брзо време беше разлабавен во академските кругови.²⁸ Иако беа предложени пософистицирани модели, ништо не успеа сосема да го замени стариот **IS-LM модел**. Моделот што денес се доближува најблиску во улога на комуникациско средство, и тоа најмалку во еден дел на професијата, е **DSGE моделот**. Меѓутоа, моделот и неговите резултати се многу често специфични за секој истражувач. Имено, еден истражувач ќе го специфицира моделот, ќе ги избере самостојно параметрите кои смета дека треба да ги анализира и ќе дојде до заклучок дека стимулативниот пакет на мерки е ефективен.

Меѓутоа, друг истражувач може да ја промени структурата на моделот или да го калибрира различно или едноставно да ја избрише државната потрошувачка од моделот и да резимира дека стимулативниот пакет нема да има ефект. Навистина е тешко да се оствари комуникација за резултатите помеѓу економистите. Дискусијата се сведува на “мој модел” наспроти “твој модел”. Да се пренесат заклучоците на носителите на политиката или јавноста е уште потешко.²⁹ За време на рецесијата во 2007-2009 година едвај се слушнаа заклучоци и препораки на поборниците на DSGE моделите. Некои економисти изразија загриженост поради дисконекцијата помеѓу академските макроекономски истражувачи и креирањето на макроекономската политика.³⁰ Ниту пак е лесно да се пренесе мудроста на следната генерација. IS-LM моделот го учеа студенти во Америка и навистина низ целиот свет благодарение на класичниот учебник на Семјуелсон.

Спротивно на ова, сегашните макроекономски учебници, како на додипломски, така и на постдипломски нивоа, или бегаат од предметот на DSGE или му даваат индиферентен третман.³¹ Може да се тврди дека голем број на Кејнзијански

²⁸ Dadkhah, K. (2009). *The Evolution of Macroeconomic Theory and Policy*, p.53.

²⁹ Види исто така Вудфорд кој тврди дека DSGE моделите се употребуваат за политичка анализа од страна на ММФ, Европската Централна Банка и другите европски банки. Woodford, Michael (2009) “Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 267–279.

³⁰ Mankiw, Gregory (2006) “The Macroeconomist as Scientist and Engineer,” *Journal of Economic perspectives*, 29–46.

³¹ Mankiw’s *Macroeconomics* (6th edition) and Gandolfo’s *International Finance and Open- Economy Macroeconomics* не ги спомнуваат DSGE моделите. Blanchard’s *Macroeconomics* (5th edition) и Romers’s *Advanced Macroeconomics* (3rd edition) остваруваат мал опфат. Веројатно, новата книга, *Macroeconomic Theory, A Dynamic General Equilibrium Approach* од Michael Wickens ќе се смета како претходник на

макроекономски модели го имаат истиот проблем. Економистите едвај можеа да ги разберат значењата на неколкуте илјадници формули во моделите. Но, постоеше значајна разлика со сегашните модели. Немаше спорови во врска со суштината на моделите. Резултатите и начинот со кој се предвидува варијацијата на клучните макроекономски варијабли беа од голема важност за група на луѓе кои до тогаш имале други средства за проверка на резултатите. Она што и треба на макроекономијата денес е понапреден и софистициран модел со едноставно разбирање и управување како познатиот IS-LM модел. Но, тоа може да биде висока цел. Сепак, нивните теоретски поставки и емпириски методологии ќе ги разгледаме во понатамошниот текст.

Макроеконометриски структурни модели

Макроеконометриските структурни модели (MCM), чии зачетоци датираат од периодот пред втората светска војна, ја поставуваат основата на макроекономското моделирање и проектирање. MCM всушност се сет на бихејвиористички равенки кои ја претставуваат структурата и механизмите на една економија. Кејнзијанската економска мисла е основната теоретска идеологија врз која се изградени првите генерации на MCM. Во подоцнежните верзии на MCM може да се забележи влијание и на други алтернативни парадигми – некејнзијанска, неокласична и монетаризам. Имено, **првиот макроеконометриски модел го конструирал Tinbergen и бил наменет за формулирање и анализа на политиката на Холандското биро за централно планирање.** Моделот на Tinbergen е прв обид за употреба на квантитативни техники и знаења (математика, статистика и економетрија) во објаснувањето на економските концепти и проблеми.³² Преку користење на статистички техники како корелација и регресиони анализи изградил динамички модел составен од 22 равенки заснован на кејнзијанската теорија од 30тите години на минатиот век.³³ Моделот имал силни импликации во поглед на потребните мерки за решавање на проблемот на невработеноста во Холандија во тоа време – девалвација на холандската валута со цел намалување на невработеноста. Резултатите биле дебатирано долго време, но посебно

идната култура на учебници кои ќе ги применуваат DSGE моделите како главна аналитичка алатка или орудие.

³² Canova, F. (2007). *Methods for Applied Macroeconomic Research*. Princeton: Princeton University Press.

³³ Blanchard, O. J., & Kahn, C. (1980). The Solution of Linear Difference Models under Rational Expectations. *Econometrica*.

значајно е тоа што ова претставува првата економска – политичка дебата заснована на емпириски тестови и на квантитативна економска анализа (Valadkhani, 2004).³⁴

Моделот на Tinbergen е еден од двата столба врз кој се темели развојот на макроеконометриското моделирање. Вториот столб е работата на институтот за економски истражувања Cowles Commission (CC) формиран по втората светска војна, со цел унапредување на квантитативната економска анализа базирана на структурни макроеконометриски модели. Овој методолошки пристап има неколку специфични карактеристики. Прво, моделите биле конструирани водејќи сметка за причинско-последичната поврзаност на меѓусебнозависен систем на равенки и поделба на варијаблите на ендогени (детерминирани внатре во моделот) и на егзогени (детерминирани надвор од моделот). Второ, наметнување на т.н. “нулти рестрикции”, односно отфрлање на одредени варијабли, егзогени или ендогени, од одредени равенки со што се постигнува решавање или т.н. идентификација на моделот. Понатаму, коефициентите кои ги објаснуваат макроекономските релации се константни низ времето.³⁵ На крајот, по поставувањето на равенките и оценувањето на моделот, оваа методологија налага проверка на статистичките карактеристики на моделот (големина на оценети коефициенти, статистичка значајност, знак на коефициентите и слично) и на неговите перформанси, пред се во поглед на проектирањето на клучните ендогени варијабли.

Рамката Tinbergen-Cowles Commission станува особено актуелна кон крајот на 50тите и во текот на 60тите година кога се конструирани голем број на макроеконометриски модели како Klein-Goldberg моделот, Wharton моделот, Data Resource Inc. моделот, Brookings моделот и други.³⁶ Покрај нивната популарност во академските кругови, тие стануваат се поатрактивни за државните институции како алатки за проектирање на идните движења и за анализа на ефектите од различните политики врз економијата.

Прилог 1. Хронолошки приказ на МСМ моделите

Challen и Hagger (1983) ги групираат МСМ моделите во пет главни групи според

³⁵ Како што е подоцна елаборирано оваа карактеристика на СС моделите е една од најчесто критикуваните.

³⁶ Bodkin, R.G., Klein, L.R., Marwah, K. (1986a) *Keynes and the Origins of Macroeconometric Modelling*. Eastern Economic Journal XII(4), pp. 442-50.

временскиот период во кој се развиваат, степенот на сложеност и нивните структурни карактеристики (Valadkhani, 2004):

Кејнз-Клеин модел (КК). КК моделот е кејнзијански модел кој ги објаснува макроекономските флукуации од аспект на агрегатната побарувачка. Во фокусот е проблемот на производството и невработеноста и улогата на стабилизационите политики.

Филипс-Бергстром модел (ФБ). ФБ моделот е исто така модел за анализа на стабилизационите политики и е заснован на работата на Phillips (1954, 1957). Станува збор за модел кој ги користи кејнзијанската и неокласичната теорија во динамична моделска рамка. Технички, моделот користи диференцирани равенки за оценување на структурните параметри. Овие модели вообичаено се помали, бидејќи практиката покажала дека нивната методологија тешко може да се примени на поголеми модели.

Валрас-Леонтиев модел (ВЛ). ВЛ моделот е модел на општа рамнотежа, бидејќи агрегатната побарувачка ги опфаќа и факторите на страната на агрегатната понуда. Според некои автори овој модел се смета за најпогоден за земјите во развој (Challen & Hagger, 1983).

Валрас-Јохансен модел (ВЈ). ВЈ моделот е повеќе секторски модел (Walras, 1954). Економијата е претставена преку повеќе меѓусебно зависни сектори при што рамнотежната состојба е изведена од максимизирачко однесување на производителите и од одлуките за максимизирање на корисноста од страна на потрошувачите. Различните сектори во ВЈ моделот се поврзани преку тековите на купувања од страна на потрошувачите и тековите на продажби од страна на производителите (input-output пристап). Моделот е нелинеарен и за негово решавање се користат логаритамски апроксимации.

Мит-Саргент модел (МС). МС моделот базира на теоријата на рационалните очекувања (Sargent, 1976). Од аспект на структурата на моделската економија МС моделот е близок до КК моделот, но наместо адаптивни очекувања претпоставува дека агентите формираат рационални очекувања. Рационалните очекувања, за разлика од

адаптивните очекувања кои беа еднакви на минатите вредности на варијаблите од моделот, се добиваат преку решавање на целиот модел.

Критики на традиционалните макроеконометриски модели и нови генерации на модели
Макроеконометриските модели претставуваат основна аналитичка рамка за анализа на економијата се до големата нафтена криза од 70-тите години и периодот на стагфлација кој следел потоа. Тогаш беше заклучено дека МСМ моделите тешко можеле да ги објаснат овие настани, а уште помалку да ги предвидат. Имено, кејнзијанската Филипсова крива која претпоставува обратнопропорционална, стабилна врска помеѓу невработеноста и инфлацијата тешко може да го објасни феноменот на стагфлација кога високата стапка на инфлација била придружена и со висока стапка на невработеност. Понатаму, врската помеѓу инфлацијата и невработеноста не е стабилна низ времето т.е. филипсовата крива може да се поместува.

Ова беше иницијалната причина за драматичниот пад на **популарноста на традиционалните модели од почетокот на 70-тите години на минатиот век**. По неуспехот на МСМ во поглед на предвидувањето на нафтениот шок од 1973 година и објаснувањето на феноменот на стагфлација, кон нив беа упатени голем број на теоретски и емпириски критики почнувајќи од слабата предвидувачка моќ, некомпатибилноста со теоретските поставки на концептот на рационалните очекувања, структурната нестабилност (критиката на Лукас), арбитрарното воведување на претпоставките за “нулти рестрикции” и користењето на нестационарни варијабли во анализата (Pesaran, 1995).

Една од највлијателните теоретски критики е критиката на Лукас (Lucas, 1976) која во основа се однесува на стабилноста на коефициентите на МСМ. Имено, според Лукас, при промена на режимот на политиките, економските агенти кои се способни да ја антиципираат оваа промена бидејќи формираат рационални очекувања ќе одговорат со промена на своето однесување. Оттука, оценетите коефициенти карактеристични за МСМ ќе се променат при промена на политиката, бидејќи агентите во моделот го менуваат своето однесување. Според тоа, традиционалните модели кои претпоставуваат стабилност на оценетите макроекономски релации во секој временски момент при промена на макроекономските политики повеќе нема да бидат валидни.

Дополнително, проекциите базирани на овие модели ќе бидат погрешни.³⁷ Затоа, Лукас предлага користење на модели изведени од микроекономски принципи во кои рационалните економски агенти ја максимизираат својата корисност (или профит) при дадено ограничување.³⁸ Економските врски во овие модели произлегуваат од т.н. примитивни коефициенти (primitive, deep parameters) кои не се менуваат при промена на режимот на политиките.

Од емпириска гледна точка МСМ моделите се критикувани за **ad hoc пристапот на идентификација (Sims, 1980)**. Според Симс, пристапот на спецификација на традиционалните макроеконометриски модели – дефинирање равенка по равенка – ретко кога се покажува оптимален. Имено, идентификацијата на моделите изградени според овој пристап е возможно само преку наметнување на т.н. “невозможни, ad hoc, рестрикции” со кои дел од варијаблите се третираат како егзогени (детерминирани надвор од системот). Овие рестрикции познати уште како “нулти рестрикции”, се теоретски незасновани рестрикции кои не се валидни во економија во која агентите имаат оптимизирачко однесување. За решавање на овој методолошки проблем Симс предлага нов методолошки пристап познат под името **ВАР анализа**. ВАР методологијата е специфичен пристап на моделирање каде што сите варијабли во системот се ендогени и секоја варијабла е изразена како функција од сопствените минати вредности и од минатите вредности на останатите варијабли во системот. Покрај обичниот ВАР модел кој е чисто статистички модел, постојат и структурни ВАР модели и коинтеграциони ВАР модели кои се погодни за оценување на определени теоретски законитости.

Традиционалните макроеконометриски модели покажале значајна слабост во поглед на способноста за предвидување на идните движења во економијата. Според некои автори ова произлегува од традиционалната кејнзијанска структура на првата генерација на модели – занемарување на влијанието на факторите на страната на понудата и на значењето на очекувањата на економските субјекти. Нафтениот шок од 70-тите години не би довел до нарушување на кредибилитетот на МСМ доколку некои

³⁷ Критиката на Лукас е валидна само доколку агентите формираат рационални очекувања. И покрај големото влијание врз теоретската работа во областа на економијата, емпириски тешко е да се пронајдат докази за нејзината оправданост (за повеќе информации види Fisher (1983), Evans & Ramsey (2004), Hedry (2000)).

³⁸ Моделите кои беа развиени потоа, делумно и врз основа на критиката на Лукас, се познати под името динамички стохастички модели на општа рамнотежа (ДСГЕ) и нивната структура, карактеристики и употреба ќе бидат образложени во понатамошниот текст.

елементи на агрегатната понуда, како на пример цените на нафтата биле вклучени во моделите.

Според друга група на автори Clements & Hendry (1996) лошите предвидувачки перформанси на МСМ главно произлегуваат од присуството на детерминистички поместувања во просечната вредност и/или во наклонот на економските функции. Вакви поместувања најчесто се случува како резултат на структурни прекини (structural breaks). Занемарувањето на структурните поместувања при конструкцијата на моделот резултира во непрецизни оценки на коефициентите во моделот, што пак доведува до погрешно моделирање на трансмисиониот механизам во економијата и оттука до формулирање на погрешни препораки за водењето на макроекономските политики (Stock & Watson, 1996; Hendry & Mizon, 2000). Следствено, покрај недостатоците во нивната теоретска рамка (критиката на Лукас и традиционалната кејнзијанска структура без присуство на фактори на страната на агрегатната понуда), лошите перформанси на МСМ делумно се должат на детерминистичките структурни поместувања кои не биле моделирани на адекватен начин. Премин на систем на флексибилни девизни курсеви, девалвација на девизниот курс и големите нафтени шокови од 70-тите години на минатиот век се примери за структурни прекини.

Сепак, многубројните критики придонесоа за развој на нова генерација на МСМ во 80-тите години на минатиот век, од една страна и до развој на алтернативни пристапи на моделирање, од друга страна. Новите генерации на модели се разликуваат во поглед на начинот на кој се воспоставува рамнотежата, формирањето на очекувањата, вклучувањето на елементи на агрегатната понуда, пософистицирано моделирање на цените и платите и во однос на моделирањето на долгорочните врски и краткорочната динамика. Тие содржат во просек помеѓу 500 и 1000 равенки, ја следат основната идеја на традиционалните модели, имаат значително покомплексна теоретска основа и методолошка рамка за моделирање на краткорочните и долгорочните врски. Овие недостатоци доведоа до намалување на нивната употреба и до постепено надополнување или замена на големите МСМ со помали и потранспарентни модели (на пр. јаз модели)³⁹, како и со модели со многу поиздржана теоретска основа (на пр. ДСГЕ модели).

³⁹ Јаз-моделите (gap models) се мали, агрегирани, структурни модели кои даваат стилизирана слика за трансмисиониот механизам на монетарната политика, и за економијата во целина. Овие модели, познати и како мали МСМ, главно се употребуваат од страна на централните банки или истражувачите за анализирање на политиките и за макроекономските проекции, најчесто за земјите со таргетирање на

При испитување на трансмисиониот механизам на фискалната политика клучна претпоставка на било кој модел е дали агентите ги земаат во предвид или не ги земаат во предвид очекувањата за иднината. Во отсуство на однесување насочено кон иднината со микроекономски основи, очекуваните промени во иднината немаат ефекти врз одлуките донесени во тековниот период, додека потрошувачите ориентирани кон иднината врз основа на рационалните очекувања реагираат во тековниот период за очекуваните промени на идните променливи. Во натамошниот текст ќе се обезбеди преглед на теоретските предвидувања на двата различни видови на модели – модели со и без микроекономски основи во предвидувањето на промените во иднината од аспект на фискалната политика.

1.2.4.2 Теории кои не се засноваат на однесување базирано на микроекономска основа за очекувањата поврзани со идните случувања во економија

Во Класичниот модел, во кој цените се целосно флексибилни и кривата на понуда на долг рок (LRAS) е вертикална, нема простор за улогата на фискалната политика. Во другиот граничен свет, Кејнзијанскиот модел, илустриран преку анализите на IS-LM и Mundell- Fleming моделите, цените се ригидни и тековната потрошувачка зависи од тековниот доход со никаква улога за очекуваните идни приходи. Во овој свет, експанзивната фискална политика може да ја стимулира економијата со мултипликативни ефекти. Механизмот со кој овие ефекти се појавуваат зависи од степенот на отвореност на земјата и прифатениот режим на девизен курс.

Во затворена економија, при дадено ниво на понуда на пари, **поработ на државната потрошувачка** ја стимулира економската активност преку зголемување на производството. Со оглед на фактот дека побарувачката зависи од доходот, зголемувањето на производството (аутпутот) ја зголемува каматната стапка, која понатаму доведува до истиснување на приватните инвестиции. Степенот на “crowding out” ефектот зависи од сензитивноста на приватните инвестиции на доходот и

инфлацијата (и некој тип на флексибилни девизни курсеви). Следствено, главната цел на овој вид на модели е да овозможат релативно едноставен приказ на начините на кои монетарната политика влијае во една мала отворена економија, како и на тоа што треба да превземе монетарната политика за постигнување на ценовната стабилност. Овие модели се спој на некејнзијанската теорија и методите на реалниот бизнис-циклус на ДСГЕ модели со рационални очекувања Berg, Karam, & Laxton, A Practical Model-Based Approach to Monetary Policy Analysis – Overview, 2006). Според ова, јаз-моделите имаат релативно цврста теоретска основа, но сепак не се експлицитно деривирани од микроекономските основи, за разлика од пософистицираните ДСГЕ модели. Овие микроекономски основи се клучни и би требало да ја одредат спецификацијата на моделот.

каматната стапка. Конечниот ефект од експанзијата е зголемување на производството, вкупните инвестиции и потрошувачката.

Фискална експанзија во форма на **намалување на даноците** влијае врз зголемување на личната потрошувачка што доведува до зголемување на агрегатната побарувачка и аутпутот. Во овој случај, исто како и при пораст на државната потрошувачка, последователниот пораст на каматната стапка делумно ги истиснува приватните инвестиции. Оттука, ефектите на намалување на даноците се квалитативно еднакви како и при зголемување на јавните расходи.

При анализата на влијанието на промените во нивото и структурата на јавните расходи за добра и услуги и на даноците врз рамнотежното ниво на производството, доходот и вработеноста, се земаат предвид и **секундарните ефекти од тие промени, кои се резултат на дејствувањето на мултипликаторите на фискалната политика.** Имено, овие секундарни ефекти покажуваат дека порастот на рамнотежниот доход е поголем од големината на воведените расходи за купување на добра и услуги. Тоа е резултатот на мултипликативните ефекти кои се јавуваат поради порастот на расходите на добра и услуги за една единица.⁴⁰ Конечниот ефект на доходот од дополнителната единица на G , ќе биде мултиплициран. Коефициентот што покажува колку ќе се зголеми доходот при промена на расходите на добра и услуги (G), претставува **мултипликатор на јавните расходи.**⁴¹

Имено, овој мултипликатор поради тоа што има поголем експанзивен ефект при пониска гранична склоност кон штедење се изедначува со инвестициониот мултипликатор, при што заедно ги сочинуваат **мултипликаторите на потрошувачката.** Сепак, може да настане и обратен случај на намалување на расходите на добра и услуги, при константни даноци, што доведува до намалување на износот на расходи помножен со мултипликаторот.

За разлика од овој мултипликатор, ефектите на даноците врз рамнотежниот доход се согледуваат со помош на **даночниот мултипликатор.** Овој коефициент покажува за колку ќе опадне нивото на доходот при зголемување на даночното

⁴⁰ Живко Атанасовски (2004): “Јавни финансии”, Глава 7, стр.382

⁴¹ $M = \frac{1}{1-c}$, односно $\frac{1}{MPS}$. Порастот на доходот во случај на промена на јавните расходи е еднаков на сумата на зголемените расходи за добра и услуги помножен со мултипликаторот на јавни расходи ($\frac{1}{MPS}$). Ова математички се пресметува: $\Delta Y = \Delta G * \frac{1}{MPS}$, при што ΔY е пораст на доходот, $\frac{1}{MPS}$ е мултипликатор на расходите за добра и услуги, ΔG пораст на расходите за државни набавки на добра и услуги, а $\frac{1}{MPS}$ е мултипликатор на расходите за добра и услуги.

оптоварување за 1 единица. Во овој случај треба да се запази фактот дека даноците влијаат контраktivно врз потрошувачката, така што мултипликаторот на јавните расходи за набавка на добра и услуги треба да се помножи со контраktivната вредност на маргиналната (гранична склоност) кон потрошувачка.⁴² Оттука го извлекуваме заклучокот дека оданочувањето влијае на намалување на агрегатната побарувачка, поради што соодветно се намалува доходот.

Состојбата е обратна во случај на намалување на даноците кога доходот расте. Ова укажува на фактот дека **даноците се силно оружје на стабилизационата политика за намалување на невработеноста и инфлацијата**. Контраktivното дејство врз агрегатната побарувачка и доходот на мултипликаторот на индиректни даноци е далеку поголем од мултипликаторот на директните даноци, токму поради тоа што индиректните даноци за полн износ го ограничуваат оној дел од доходот кој е утврден за потрошувачка.

Даночниот мултипликатор е помал од мултипликаторот на јавните расходи за добра и услуги за факторот што е еднаков на MPC. Разликата се гледа во фактот што при зголемување на расходите за 1 единица, таа единица се троши директно на доходот, додека кога даноците се намалуваат за 1 единица, само дел од порастот на доходот за 1 единица се насочува за лична потрошувачка, а другиот дел се штеди.⁴³

Во **мала и отворена економија** со флексибилен режим на девизен курс, фискалната експанзија создава нагорен притисок врз каматните стапки. Ако капиталот е перфектно мобилен и каматните стапки се фиксни на светско ниво, капиталните текови во економијата ќе доведат до зголемување на побарувачката за домашна валута. Како последица на тоа, номиналниот девизен курс ќе апрецира. Бидејќи цените се фиксни, апрецијацијата на номиналниот девизен курс ќе се преслика на апрецијација на реалниот девизен курс. Последователно на ова, нето-извозот опаѓа. Овој негативен ефект на трговскиот биланс го неутрализира претходниот ефект на експанзивната фискална политика. Значи, според оваа опција, **фискалната политика во мали и отворени економии со флексибилен режим на девизен курс е неефикасна**. Додека

⁴² $\frac{1}{MPS} * (-MPC) = -\frac{MPC}{MPS}$. Даночниот мултипликатор ($-\frac{MPC}{MPS}$) може да се види во облик на изразот $M = -\frac{c}{1-c}$. Промената во нивото на доходот што настанува поради промена во даночното оптоварување математички се пресметува на следниот начин: $\Delta Y = \Delta T * \left(\frac{MPC}{MPS}\right)$, при што ΔY е промената на доходот, а ΔT е промената на даноците за одреден износ.

⁴³ Исто, стр. 382-390.

мала и отворена економија не може да влијае на остатокот на светот, случајот на голема отворена економија се наоѓа помеѓу двата поларни случаи на затворена и мала отворена економија.

Во **отворена економија со фиксен девизен курс**, фискалната експанзија врши нагорен притисок на девизниот курс и каматните стапки. Понудата на пари се зголемува со цел да се одбрани фиксниот девизен курс. Конечниот ефект е пораст на аутпутот. Оттука, **фискалната политика под ова сценарио е ефективна во стимулирање на аутпутот**. Современите економии се отворени и остваруваат меѓусебно значајни трговски, економски и политички врски. Малите економии, се по потреба затворени, доколку се заинтересирани за својот економски просперитет. Затоа во анализите на ефектите на фискалната политика треба да се согледа фактот дека секоја национална економија е дел од светската економија.

Во интегриран свет, домашната фискална политика може да влијае врз странските економии, посебно во случајот со **валутна унија односно Мандел-Флеминговиот модел за мулти-земја со режим на фиксен девизен курс**. Екстерналиите на фискалната политика може да се појават во спротивна насока. Зголемувањето на домашниот аутпут ќе доведе до дополнителен увоз од земјите кои се главни трговски партнери што ќе предизвика зголемување на доходот на трговските партнери (**трговскиот канал**).

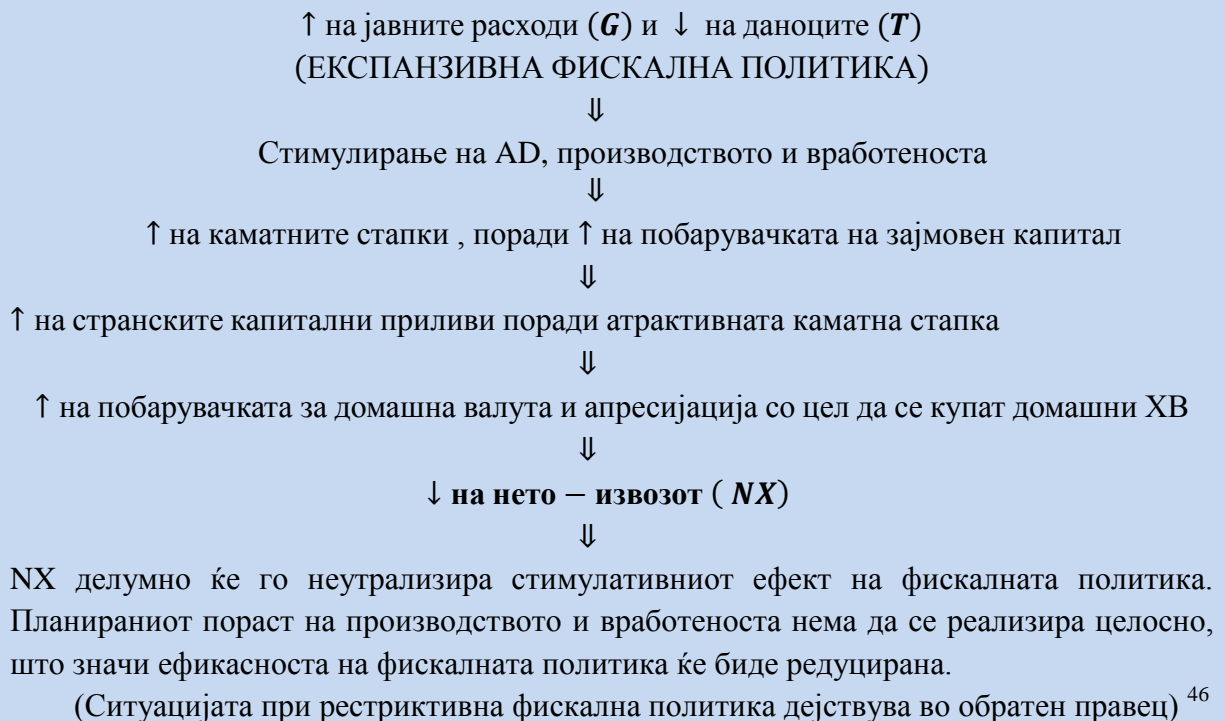
Во исто време, иницијалниот нагорен притисок на домашните каматни стапки привлекува странски капитал, вклучително и капитал од другите земји – членки на Валутната унијата. Оттука, каматните стапки на земјите-членки се под влијание на нагорен притисок. Како резултат на ова, каматните стапки во цела унија започнуваат да растат. Ова за возврат, има контракционен ефект на аутпутот (**канал на каматните стапки**). Дополнително, девизниот курс на валутата на унијата флоатира со останатите девизни курсови во светот. Ако фискалната експанзија во некоја голема земја - членка доведе до ап्रेसијација на реалниот девизен курс поврзан со остатокот од светот, согласно предвидувањата на Мандел-Флеминговиот модел, експанзивните ефекти ќе се неутрализираат поради влошување на трговскиот биланс во земјата.

Сепак, теоријата претпоставува дека една земја имплементира план за фискални стимуланти веројатно како одговор на некој специфичен негативен шок во државата, при тоа игнорирајќи ја политиката на остатокот од светот. Во состојба на интернационално економско забавување (заеднички глобален шок), може да појават

тврдења во корист на колективен фискален напор. Како што напомниме погоре, ефектите од фискалните стимуланси во отворени економии може да се неутрализираат преку ап्रेसијацијата на реалниот девизен курс и влошувањето на трговскиот биланс. Координираните фискални акции помеѓу трговските партнери може да ги намалат негативните последици на специфичните фискални стимуланси и да ги елиминираат “Free – riding” можностите.⁴⁴

Резимирано, **фискалните стимулси се помалку ефективни во отворени економии**, поради тоа што дел од трошењата се апсорбираат во увозот, чии бенефии ги користат земјите во кои се извезуваат крајните производи преку зголемен аутпут и вработеност. Ова е причината поради која **колективната акција е особено важна во услови на криза**. Ако повеќе земји се координираат, товарот на одделна земја ќе биде помал. Тоа се случи во сегашната криза. Земјите се однесуваа во координирана насока, обезбедувајќи глобален фискален стимул од 2% од БДП во 2009год, согласно на антиципираните претпоставки од пред една година.⁴⁵

Прилог 2. Ефектот на нето-извозот врз ефикасноста на фискалната политика во отворена економија може да се претстави во следниот краток и јасен облик:



⁴⁴ Види IMF Staff Note Position 2008.

⁴⁵ Franklin Allen and Douglas Gale (2007). “Understanding financial crisis”, Oxford University Press, 2007.

⁴⁶ Атанасовски, Ж. (2004), стр.388-390.

Во случај кога одредена земја е во рецесија и таа примени експанзивна фискална политика, со цел да ја зголеми AD, производството и вработеноста, а во исто време нејзините главни трговски партнери нагло доживеат експанзија со зголемување на побарувачката за нејзините добра и услуги, оваа земја на крајот неизбежно ќе се соочи со значајна инфлација на побарувачката. Доколку оваа земја однапред би ги предвидела овие ефекти таа би превземала послаба експанзивна политика со цел да ја избегне опасноста од разгорување на инфлацијата. Оттука согледуваме дека покрај придобивките, отвореноста и меѓузависноста на економиите носи со себе и одредени проблеми поврзани со макроекономската политика и ефектите на фискалната политика. Ефектот на нето-извозот на фискалната политика (исто како и проблемите со временско заостанување, ефектите на истиснување на инвестициите и со инфлацијата) дополнително го загорзуваат ефикасното управување со AD.

1.2.4.3 Теории кои се засноваат на однесување базирано на микроекономска основа за очекувањата поврзани со идните случувања во економијата

Анализите презентирани во претходниот дел не се базирани на однесување со микроекономски основи. Макроекономската теорија се доградува интензивно врз основа на динамички стохастички модели на општа рамнотежа (**DSGE - Dynamic Stochastic General Equilibrium** или скратено ДСГЕ) со цел да се изведат агрегатните врски базирани на меѓувременски микроекономски основи кои ги објаснуваат факторите кои ги предизвикуваат економските флуктуации.⁴⁷ **ДСГЕ моделите се динамички модели на општа рамнотежа при што основните економски релации се изведени од оптимизирачко однесување на репрезентативните економски агенти при зададени буџетски ограничувања.**⁴⁸ Имено, ДСГЕ економијата е составена од голем број репрезентативни домаќинства и фирми. Домаќинствата донесуваат одлуки за својата потрошувачка, штедењето и понудата на работна сила со цел да ја максимизираат сопствената корисност низ животниот век. Претпријатијата произведуваат ангажирајќи труд и капитал во рамки на нивните технолошки можности со цел максимизирање на профитотво секој нареден период. Владата ги извршува своите основни функции и обезбедува ефикасна понуда на јавни добра во согласност со буџетските меѓувременски ограничувања.

⁴⁷ Blanchard, O. and Perotti, R. (2002) An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. *Quarterly Journal of Economics* 117: 1329-68.

⁴⁸ Baxter, M. and King, R. (1993) Fiscal policy in general equilibrium. *American Economic Review* 83: 315-34.

Оттука, денешните одлуки на економските агенти, како последица на **меѓувременската димензија на процесот на одлучување**⁴⁹, се условени од **очекувањата за идните случувања во економијата**. На пример, домаќинствата и претпријатијата ги донесуваат своите одлуки за штедење и за инвестиции врз основа на очекуваното движење на каматни стапки. Слично, клучни фактори за претпријатијата при определување на цените на нивните производи се очекуваната инфлација и очекуваните трошоци за производство. Централната банка (или државата) има за цел неутрализирање на неефикасности кои произлегуваат од субоптималната алокација на ресурсите. Во покомплексните модели се додаваат и финансискиот сектор и остатокот од светот. **Очекувањата на економските агенти се моделирани како рационални очекувања**.⁵⁰ Очекувањата се клучен елемент од ДСГЕ рамката, бидејќи претставуваат детерминантна на тековното однесување на економските агенти и на нивните одлуки за иднината.

Според концептот на рационални очекувања агентите ги комбинираат сите расположливи информации за да произведат оптимални проекции за иднината. Рационалните очекувања претпоставуваат дека економските агенти се запознаени со структурата на моделската економија и со механизмите кои ги детерминираат клучните варијабли во моделот и оттука секоја нивна проекција за иднината врз основа на која ги формираат своите очекувања ќе биде оптимална. Притоа, оптималноста не е гаранција дека проекцијата е секогаш точна, затоа што во економијата се случуваат непредвидени шокови. Меѓутоа, бидејќи овие шокови не можат да се предвидат, грешките се од случаен, а не од систематски карактер. Имено, целта на овие модели е да ги објаснат цикличните движења во економијата кои се резултат на неочекувани, непредвидени и стохастички нарушувања познати како “шокови”. Овие шокови ги офаќаат оние промени во однесувањето на економските агенти и во економското окружување кои не можат да се објаснат со структурата на моделот. Примери за стохастички шокови се промените во навиките за штедење на домаќинствата (шок на

⁴⁹ Методот на меѓувременска оптимизација се однесува на утврдување на релативната вредност која ја задаваат економските агенти на два или повеќе исходи во различни временски точки (вообичаен во тековниот период и во иднина).

⁵⁰ Концептот на “рационални очекувања” е развиен во раните 70-ти години на минатиот век како одговор на концептот на “адаптивни очекувања”. При адаптивни очекувања идната вредност на некоја економска варијабла е еднаква на нејзините минати вредности. Доколку економските агенти формираат рационални очекувања тогаш ги земаат во предвид сите тековно расположливи информации при формирањето на очекувањата.

навиките), неочекувано подобрување на продуктивноста на претпријатијата или неочекувана промена во макрокономските услови.

Ваквите неочекувани и привремени шокови предизвикуваат оддалечување на макроекономски варијабли од нивните рамнотежни состојби. Оттука, **ДСГЕ моделите се модели за флукуациите на економијата околу долгорочниот потенцијал.** Долгорочниот потенцијал на економијата е дефиниран како ниво на производство кое би било произведено при целосно флексибилни цени, односно во отсуство на номинални ригидности во економијата. Конечното решение на моделот може да се сумира во еден сет на линеарни равенки. Нарушувањето на фискална варијабла, јавни расходи или даноци, е фискален шок. Со цел да се проучува динамиката на променливите подложни на шок, параметрите на моделот се калибрирани или проценети.

Калибрација значи доделување на вредности за параметрите врз основа на микроеконометриски докази или теоретски оправдувања. Целта е нумерички да се предвиди големината на економските флукуации и јачината на односите помеѓу варијаблите (види прилог 1). Резултатите потоа се споредуваат со макроекономските податоци за да се види дали моделот и реалноста во голема мера се согласуваат.⁵¹

Прилог 3. Динамички стохастички модели на општа рамнотежа

(Dynamic Stochastic General Equilibrium Models – DSGE)

Динамички стохастички модели на општа рамнотежа (ДСГЕ) претставуваат одлични алатки за економски анализи и политичка евалуација. Нивното модерно потекло е дело на Finn Kydland and Edwrd Prescott. Тие се различни од претходната генерација на макроекономски модели во три аспекти. **Прво**, тие се базираат на оптимизирање на однесувањата на агентите и неокласичната теорија на раст и оттука тие можат да тврдат некој вид на микроекономски основи. **Второ**, стохастички елементи се експлицитно воведени и претставуваат составен дел од овој модел. Ова ги издвојува од детерминистичкиот модел кој е направен стохастички со додавање на случај на грешка. Покрај тоа што ова претставува напредок во однос на постарите модели каде што случајната променлива е “afterthought”, овие модели се сеуште далеку од потполно разработен стохастички модел. **Трето**, моделите се динамични преку меѓувременска оптимизација, гестационен период при формирањето на капиталот и автокорелацијата на стохастички термини. Моделите се флексибилни и различни карактеристики можат да бидат инкорпорираны. Поновите економски истражувања имаат инкорпорирано во

⁵¹ “Theory Ahead of Business Cycle Measurement”, “Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Volume 25, 1986, стр. 11-39. Reprinting in *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

ДСГЕ моделите - пари, меѓународна трговија, па дури и нефлексибилност на платите и цените. Сепак, се чини дека постојат некои контроверзности околу нив, а неодамна Менкју се пожалил дека неодамнешниот напредок во макроекономското моделирање и теорија не го пронашол својот пат во креирање на политиката. Додека заостанувањето помеѓу теоретските иновации и политиката е природно, други фактори имаат влијание на доцнењето во широкото прифаќање и примена на овие модели. Имено, се прави разлика помеѓу ДСГЕ моделите како алатка за економски анализи и како кратенка за детерминирано кредо со догматички став во макроекономијата. Она што следи е аналитична верзија на оригиналниот модел предложен од страна на Кидланд и Прескот.

Првата врска на моделот е агрегатната производствена функција поврзувајќи го аутпутот со технолошкиот раст, капиталот и работната сила:

$$Y_t = A_t F(K_t, L_t)$$

A е нивото на технологија и расте со случајна стапка. Аутпутот е поделен помеѓу потрошувачката C и инвестициите I . Затоа,

$$Y_t = C_t + I_t = w_t L_t + r_t K_t$$

Каде што w и r се надоместок за работната сила и капиталот. Еволуцијата на капиталот и технологијата е регулирана со следната динамика

$$K_{t+1} = (1 - \delta) K_t + I_t$$

$$A_{t+1} = \rho A_t + \varepsilon_{t+1}$$

Каде што δ е стапката на амортизација, $0 < \rho < 1$, и ε_t е идентично и независно дистрибуирана стохастичка променлива претставувајќи го технолошкиот шок. Квантитетот на трудот е детерминиран од домаќинствата кои сакаат да го максимизираат задоволството со функцијата на меѓувременска корисност.

$$E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(C_t, 1 - L_t) = E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \frac{(C_t^\theta (1 - L_t)^{1-\theta})^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

Така, задоволството зависи од потрошувачката и безделничењето, односно времето кога работникот не работи. Потрошувачот се соочува со ограничување во тоа дека постои замена помеѓу доходот кој би можел да го потроши доколку работи и времето кое би го имал за слободни активности како забави, семејни собири и социјални активности. Оттаму, L се појавува со негативен предзнак во функцијата на корисност ("utility function"). Заради поедноставување, вкупното време што им е дадено на располагање на работниците е нормализирано на 1. β е дисконтниот фактор и се претпоставува дека просечното домаќинство живее засекогаш. Вредностите на различните варијабли се детерминирани под услов на ошта рамнотежа. Овие услови, на пример, наведуваат дека наградувањето на трудот и капиталот е еднакво на нивниот магринален производ. Слично на ова, тие ја определуваат и меѓувременската стапка на супституција помеѓу потрошувачката (доходот) и безделничењето. Користејќи информации кои се расположливи во емпириски истражувања, параметрите на моделот

се калибрирани со цел да создадат патека на варијабли кои ќе бидат слични со оние кои се забележани во економијата. Потоа со употреба на рамнотежни услови и динамично програмирање ќе може лесно да се дојде до солуција на моделот. Моделот кој е презентираан погоре ги содржи само најосновните релации и варијабли. Со текот на времето истражувачите во моделот ги инкорпорирале парите, државниот буџет и меѓународната трговија. Иако овие дополнувања го компликуваат моделот и неговите пресметки, сепак, тие се од исклучително значење за доградување на ДСГЕ моделите и нивна активна употреба за политичка анализа.⁵²

Две важни претпоставки се разликуваат помеѓу двата типови на ДСГЕ моделите: **Моделот на реални бизнис циклуси (RBC-Real Business Cycle)** во кој цените се флексибилни и перфектна конкуренција преовладува на сите пазари и **моделите на Новите Кејнзијанци (NK-New Keynesian models)** со ригидни цени и имперфектна конкуренција. Поставеноста и техниките на солуција на моделите на ДСГЕ може да се пронајдат во детали во трудовите на DeJong and Dave (2007), Gali (2008), McCandless (2008) and Woodford (2003).

1.2.4.3.1 Фискалната политика во моделите на Реални бизнис циклуси (РБЦ модели)

Со цел да се одредат кои шокови имаат најголемо влијание врз цикличните флукуации, влијателна група на класичните макроекономисти, предводена од **Едвард Прескот** од Универзитетот Минесота и **Фин Кидланд** од Карнеги Мелон Универзитетот, развија теорија позната како **теорија за реален деловен циклус за која добија Нобелова награда во 2004 година**. Според оваа теорија, реалните шокови во економијата се основните причинители на деловниот циклус.⁵³ **Реалните шокови** се потреси на “реалната страна” на економијата, како што се шоките кои влијаат врз функцијата на производството, големината на луѓето кои работат, реалната количина на државните набавки на добра и услуги, како и на одлуките на потрошувачите. Овие шокови се спротивставени со **номиналните шокови** односно шоките на понудата на пари или побарувачката на пари, бидејќи во моделот на IS-LM реалните шокови

⁵² Smets, F. & Wouters, R. (2003). An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area. *Journal of European Economic Association*, 1123-1175.

⁵³ За подетален вовед во реалното деловен циклус види: Charles Plosser, “Understanding Real Business Cycles”, *Journal of Economic Perspectives*, 1989, стр. 51-78 и Robert G.King and Sergio Rebelo, “Resuscitating Real Business Cycles”, in Taylor and M.Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, 1999

директно влијаат врз кривата IS или линијата FE, додека номиналните шокови директно влијаат само врз кривата LM.

Овие економисти, познати како RBC економисти, најголемо значење им придаваат на шоките на производствената функција – она што е познато како шокови на понудата односно шокови на продуктивноста. Овие шокови вклучуваат: развој на нови производи или производни методи, воведување на нови техники на раководење, промени во квалитетот на капиталот или работната сила, промени во достапноста на суровните и енергијата, невообичаено лошо и невообичаено добро време, промени во државната регулатива која влијае врз производството и кои било други фактори кои влијаат врз продуктивноста. Според овие економисти, многу економски бумови настануваат како резултат на позитивните шокови на продуктивноста, а многу рецесии се предизвикани од негативните шокови на продуктивноста. Генерално, нивната работа вовеле **три иновации во макроекономијата: ДСГЕ** (динамички стохастички модели на општа рамнотежа) како средство за анализирање на вкупните економски феномени, **калибрацијата** како средство за квантифицирање на макроекономските модели и **теоријата за реалните бизнис циклуси**.⁵⁴

Првиот модел на реален бизнис циклус е направен за американската економија (Kydland & Prescott, 1982). Станува збор за динамички стохастички модел на општа рамнотежа со перфектна конкуренција и репрезентативни агенти, каде што сите флукуации се објаснети со шоките на продуктивноста.⁵⁵ Во услови на перфектна конкуренција фирмите произведуваат единствен, идентичен производ при зададени цени со крајна цел максимација на профитот преку комбинација на факторите на производство во рамки на зададената производна функција. Домаќинствата во секој период ја максимизираат својата очекувана корисност, која е функција од потрошувачката и од часовите поминати во неработење (одмор), во рамки на зададеното буџетско ограничување. Притоа домаќинствата го распределуваат слободното време помеѓу часови поминати во работење и часови поминати во неработење (одмор). Овој избор на домаќинствата е еден од клучните концепти во ДСГЕ рамката и е познат како меѓувременска супституција помеѓу работењето и неработењето (intertemporal substitution of leisure).

⁵⁴ Rebelo, S. (2005) Real business cycle models: past, present and future. *Scandinavian Journal of Economics* 107: 217-38.

⁵⁵ Kydland, F., & Prescott, E. C. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica*, 1345-1370.

Од методолошки аспект, со моделот на реален бизнис циклус започнува примената на ДСГЕ моделите како клучна алатка при макроекономските анализи. Со развојот на овој модел започнува замена на бихејвиористичките равенки, карактеристични за традиционалните модели со равенки изведени преку решавање на меѓувременските проблеми со кои се соочуваат агентите во економијата – домаќинствата и фирмите. Врските помеѓу овие варијабли во рамки на овие модели се објаснети преку примитивните параметри кои се добиваат од оптимизирачкото однесување на индивидуалните економски агенти и како такви имаат соодветно теоретско значење. Овие параметри многу ретко се оценуваат со класичните економетриски техники. Наместо класична економетрија, примитивните параметри треба да се калибрираат и тоа врз основа на теоретските предвидувања, микроекономски истражувања и карактеристиките на економијата.

За да ги испитаат квантитативните импликации на нивните теории, овие економисти го развија методот на **калибрирање**.⁵⁶ Првиот чекор во калибрирањето е да се напише модел на економијата – како што е класичната верзија на моделот IS-LM – освен што конкретните функции ги заменуваат општите функции. На пример, наместо производствената функција да биде претставена со општи термини како што се:

$$Y = AF(K, N),$$

Лицето што врши калибрирање применува конкретна алгебарска форма на производствената функција, како што следува

$$Y = AK^a N^{1-a},$$

каде a е број меѓу 0 и 1. Слично, конкретните функции се применуваат за да се опише однесувањето на потрошувачите и работниците. Понатаму, конкретните одбрани функции стануваат уште поконкретни кога се изразуваат преку бројки. На пример, ако бројот $a = 0.3$, производствената функција станува:

$$Y = AK^{0,3} N^{0,7}.$$

На ист начин, конкретните броеви што се доделени на функциите го опишуваат однесувањето на потрошувачите и работниците. Генерално, овие дадени бројки не се проценети од макроекономските податоци, туку се засноваат на други извори. На

⁵⁶ Long, J., & Plosser, C. (1983). Real Business cycles. *Journal of Political Economy*, 36-69.

пример, броевите кои се доделени на функциите на моделот можат да се добијат од претходни студии за производствената функција или од однесувањето на поединците и семејствата во однос на штедењето.

Третиот чекор, кој мора да се спроведе на компјутер, е да се открие како се однесува нумерички специфицираниот модел кога е под удар на случајни шокови, како што се шоките на продуктивноста. Овие шокови се формираат на компјутер генератор на случајни броеви, а големината и трајноста на шоките (за разлика од броевите доделени на специфични функции) се избира за да одговара на актуелните макроекономски податоци. Кај овие шокови, компјутерот го следи однесувањето на главните макроекономски варијабли, како што се производството, вработеноста, потрошувачката и инвестициите. Резултатите од овие симулации се споредуваат со однесувањето на реалната економија за да се согледа колку добро моделот одговара на реалноста. Едвард Прескот изведе вежба на рана и влијателна калибрација. Тој употребил модел сличен на РБЦ моделот, а главната разлика се состои во тоа што оваа верзија на РБЦ е всушност модел со 2 периоди (сегашност и иднина), додека моделот на Прескот анализира повеќе периоди.

Во типичниот RBC модел државните трошоци се финансираат со “lump-sum” даноците кои се регресивни даноци и се во полза на даночните обврзници кои имаат повисок доход. Потрошувачите со рационални очекувања проценуваат дека дополнителните јавни расходи во тековниот период мора да бидат финансирани од повисоки данови во иднина. Оттука, **пораст на јавните расходи го намалува богатството на домаќинствата преку зголемување на сегашната вредност на даночните обврски на домаќинствата** (негативен ефект на богатството). Како последица на ова, потрошувачката се намалува, додека каматната стапка, штедењето и понудата на работна сила се зголемува. Имено, зголемената понуда на труд за возврат предизвикува реалните плати да се намалуваат, додека инвестициите и аутпутот да растат.

Cardia (1991) наоѓа во своите истражувања многу мала улога на фискалните шокови во објаснувањето на варијабилноста на аутпутот во мала и отворена економија. Значи, за разлика од Кејнзијанската претпоставка, моделите RBC предвидуваат негативен ефект на фискалната експанзија врз потрошувачката, иако има позитивен ефект на аутпутот.

1.2.4.3.2 Фискалната политика во Нео-Кејнзијанските модели (НК модел)

Рамката на НК ДСГЕ моделите ја задржува основната теоретска структура на РБЦ моделите при изведувањето на општи равенки базирани на микроекономски основи, но фундаментално се разликуваат во тоа што НК модели претпоставуваат монополистичка конкуренција и номинални ригидности, што овозможува влијание на монетарната политика врз реалната економија на краток рок. Овие модели првенствено се користат за анализа и проучување на монетарната политика (Christiano, Eichenbaum and Evans (2005)⁵⁷ and Smets and Wouters (2003)⁵⁸. Очекувањата на економските агенти остануваат рационални и во неокејнзијанскиот модел. **Трите клучни разлики помеѓу двата модели се:**

- **Монополистичка конкуренција.** Моделот на реален бизнис циклус претпоставува перфектна конкуренција, при што фирмите учествуваат во процесот на формирање на цените т.е. цените за нив се зададени. Од друга страна, при монополистичка конкуренција фирмите имаат моќ да одлучуваат за цените. Водејќи се од нивната крајна цел – максимизација на профитот тие ги поставуваат цените на ниво повисоко од нивниот маргинален трошок.
- **Номинални ригидности.** Наспроти моделот на реален бизнис циклус кој претпоставува флексибилни цени и плати, во неокејнзијанскиот модел цените и платите се прилагодуваат со определено временско задоцнување. Номиналните ригидности во моделот се оправдани заради постоењето на определен фиксен трошок (menu cost) при секое менување на цените. Постоењето на овие фиксни трошоци кои мора да се направат за да се промени цената ќе услови дел од фирмите да се одлучат да ги задржат цените на истото ниво од претходниот период. Направени се поголем број на истражувања базирани на микроекономски податоци за да се утврди постоењето на ригидност кај цените при што резултати покажуваат дека цените се менуваат во период од околу една година (види Табела 1).
- **Не-неутралност на монетарната политика на краток рок.** При нефлексибилни цени и плати, потребен е извесен временски период за да промената во краткорочната номинална каматна стапка се трансферира во

⁵⁷ Christiano, L. Eichenbaum, M. and Evans, C. L. (2005) Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy. *Journal of Political Economy*, 113 (1):1–45.

⁵⁸ Smets, F. and Wouters, R. (2003) An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area. *Journal of the European Economic Association* 1: 1123-1501.

промена на очекуваната стапка на инфлација. Како резултат на ова временско задоцнување доаѓа до промена во реалните каматни стапки кои понатаму влијаат врз потрошувачката и инвестициите и оттука врз производството и вработеноста, затоа што за фирмите е оптимално да ја прилагодат понудата при промена на побарувачката на добра и услуги. На долг рок, цените и платите се прилагодуваат и економијата се враќа во својата општа рамнотежа.⁵⁹

Табела 1-1. Емпириски истражувања за постоењето на одредена ригидност кај цените

Автор	Истражување	Резултати
Taylor (1999)	Истражување за американската економија.	Цените се менуваат во период од една година
Bils and Klenow (2004)	Истражување за американската економија. Анализа на цените на 350 производи од индексот на потрошувачки цени.	Цените се менуваат во период од четири до шест месеци
Nakamura and Steinsson (2006)	Истражување за американската економија. Анализа на цените на дел од производите од индексот на потрошувачки цени прилагодени за промените на цените во период на распродажби.	Цените се менуваат во период од осум до единаесет месеци
Dhyne et al. (2006)	Истражување за евро зоната.	Слични резултати како Nakamura and Steinsson

Извор: (Galí, 2008).

Дополнително, новите генерации на НК модели претпоставуваат неефикасност на економијата при справување со егзогени шокови, како резултат на нецелосната флексибилност на цените, и оттука улогата на економските политики е од клучно значење за елиминирање на евентуалните дисторзии. Воведувањето на стабилизирачката улога на политиките во ДСГЕ рамката ги прави овие модели посебно корисни алатки во процесот на формулирање на макроекономските политики.

Анализата на фискалната политика во стандардниот НК ДСГЕ модел генерално дава слични предвидувања како тие на RBC моделите: **зголемување на аутпутот и намалување на потрошувачката.**⁶⁰ Ова се должи на негативниот ефект на фискалната експанзија врз богатството, како последица на рационалните очекувања на домаќинствата во двата типа на модели. Пазарот на работна сила реагира различно во овој модел. Имено, согласно тврдењата на Pappa (2009), **спротивно на предвидувањата на РБЦ моделите, реалните плати во НК моделите се**

⁵⁹ Galí, J. (2008) *Monetary Policy, Inflation, and Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*. Princeton University Press.

⁶⁰ Ludger Linnemann & Andreas Schabert, (2003). "Monetary Policy, Agency Costs and Output Dynamics," *German Economic Review*, Verein für Socialpolitik, vol. 4, pages 341-364.

зголемуваат после позитивен шок на државната потрошувачка. Тоа настанува поради тоа што порастот на производството (аутпутот) влијае врз зголемување на побарувачката на работна сила која во НК моделите го неутрализира порастот на понуда на работна сила што настанува како последица на негативниот ефект на богатството. Повеќето НК ДСГЕ модели не го вклучуваат капиталот (краткорочните модели) и со тоа се воздржуваат од целосно моделирање на одлуките за приватни инвестиции. Во моделите со акумулација на капитал, порастот на државната потрошувачка ја зголемува каматната стапка и ги истиснува приватните инвестиции (“crowding-out” effect).

Christiano, Eichenbaum and Rebelo (2009) покажаа дека кога долната граница на номиналните каматни стапки е блиску до нула со тенденција да биде обврзувачка, позитивните ефекти од порастот на државната потрошувачка врз аутпутот доведуваат до пораст на очекуваната инфлација.⁶¹ Ова за возврат предизвикува пад на реалната каматна стапка. Во такви економии, мултипликаторот на јавните расходи за добра и услуги е релативно голем. Во својот наједноставен облик, НК моделите ја пропуштаат Кејнзијанската претпоставка дека фискалната експанзија има позитивен ефект врз потрошувачката. Понатаму, Monacelli and Perotti покажуваат дека зголемувањето на државната потрошувачка во обичен ДСГЕ модел на отворена економија предизвикува апресијација на реалниот девизен курс и влошување на трговскиот биланс.

1.2.4.4 Контроверзност на потрошувачката

Генерално, постојат четири главни модификации на ДСГЕ моделите со цел да се усогласат предвидувањата на Неокејнзијанските со Кејнзијанските модели, како и предвидувањата на економистите на реалните бизнис циклуси со влијателните економетриски докази, а со **крајна цел генерирање на позитивен одговор на потрошувачката.**

Прво, некои модели креираат **неделива функција на корисност помеѓу потрошувачката и слободното време.** Linnemann (2006) ја примени оваа стратегија при поставувањето на РБЦ моделите. Оваа спецификација на преференции укажува дека потрошувачката и безделничењето се супститути. Негативниот ефект на фискалната експанзија врз богатството предизвикува лицата што се во работен однос да

⁶¹ Christiano, L. Eichenbaum, M. and Rebelo, S. (2009). “When is the government spending multiplier large?”. NBER Working Paper 15394.

ги зголемат часовите за работа односно работниот напор, а да го намалуват безделничењето односно одморот. Последователно, маргиналната склоност кон потрошувачка расте. Домаќинствата сакаат да работат повеќе, но и да трошат повеќе, неутрализирајќи ги негативните ефекти врз богатството. Како резултат на ова, во овој модел потрошувачката, вработеноста и аутпутот растат.

Вториот метод за креирање на позитивен ефект врз потрошувачката е да се воведат **навика на конзистентност во потрошувачката на одредено добро** (т.н. “длабоки навики”).⁶² Покрај тоа што овој модел не ги вклучува номиналните ригидности како стандардниот RBC модел, сепак, моделот претпоставува монополска конкуренција на пазарот на добра. Во овој модел маржата (mark-up) на цената што се формира над маргиналните трошоци зависи обратно-пропорционално од ценовната еластичност на побарувачката, што во присуство на длабоки навики е поврзана со агрегатната побарувачка. Шок на потрошувачката ги стимулира агрегатната побарувачка и понудата на работна сила.

Фирмите ги редуцираат маржите (mark-ups) и ја зголемуваат побарувачката на работна сила. Зголемувањето на побарувачката на работна сила ја неутрализира понудата на работна сила. Ралните плати растат. Вредноста на слободното време (одморот) во однос на потрошувачката се намалува. Конечниот ефект е пораст на аутпутот и потрошувачката. Маржите на продажба што се менуваат со текот на времето во присуство на длабоки навики ја претставуваат движечката сила на позитивниот ефект врз потрошувачката.

Во стандарден ДСГЕ модел, маржите не се менуваат со текот на времето (“time invariant”). Тесно поврзана со придонесот на Ravn (2006) е студијата на Bouakez and Rebei (2007) која овозможува преференциите на домаќинствата во РБЦ моделот да манифестираат навики на конзистентност во потрошувачката кои зависат од јавните расходи. Во овој модел, маргиналната склоност кон потрошувачка расте откако ќе настане шок на страната на јавните расходи, бидејќи приватните и јавните расходи се комплементарни.

Трето, некои НК ДСГЕ модели вклучуваат **два типа на домаќинства: Рикардијанци или Антирикардијанци (домаќинства на “Rule-of-the thumb”)** кои ги конзумираат сите тековни доходи.⁶³ Имено, во НК ДСГЕ моделите како

⁶²Ravn, M., Schmitt-Grohé, S. and Uribe, M. (2006) Deep habits. *Review of Economic Studies* 73: 195- 218.

⁶³ Coenen and Straub (2005) and Gali, Valles and Lopez-Salido (2007)

потрошувачи кои не се Рикардијанци може да се сметаат потрошувачите кои се соочуваат со ограничувања поради задолжувања по основ на кредити (позајмици од банка) или ирационалните потрошувачи. Во овие модели, порастот на реалните плати кој е резултат на позитивен шок на државната потрошувачка предизвикува домаќинствата кои не се Рикардијанци да ја зголемат нивната потрошувачка. Оттука, доколку учеството на домаќинствата кои се Антирикардијанци во вкупниот број на домаќинства е повисоко, толку е поголема веројатноста дека ефектот врз агрегатната потрошувачка ќе биде позитивен. На пример, Coenen and Straub (2005) and Forni, Monteforte and Sessa (2009) го проценија ова учество за Европската унија и утврдија дека е помало од 25 % и се движи помеѓу 30-40%, соодветно. Campbell and Mankiw (1989) дојдоа до сознание дека пола од приходите во САД се должат пред сè на потрошувачите на “Правилото на палецот” (“Rule-of-the-thumb consumers”).

Четврто, како што е наведено од страна на Corsetti, Meier and Müller (2009) зголемувањето на тековната државна потрошувачка може да води не само до зголемување на идните даноци, туку и до намалување на идните државни расходи односно појава на **пресврт во државната потрошувачка (spending reversals)**. Овој ефект на пресврт во државните расходи е моделиран така што дозволува динамиката на државната потрошувачка автоматски да одговори на состојбата на јавниот долг. Во овој модел, фискалниот шок што е пропратен со антиципиран пад на државната потрошувачка и ригидни цени, го зголемува производството и потрошувачката.

1.2.4.5 Контроверзност на реалниот девизен курс

Спротивно на наодите на некои економетриски студии, **Кејнзијанските и ДСГЕ модели предвидуваат дека фискалната експанзија доведува до ап्रेसијација на девизниот курс**. Теоретскиот модел кој го предвидува спротивното е оној на Obstfeld and Rogoff (1995).⁶⁴ Тие применуваат меѓувременски модел на две земји во кој е застапен стандардниот негативен ефект на богатството врз потрошувачката. Како резултат на тоа, зголемувањето на државната потрошувачка ја намалува релативната побарувачка за домашни пари и ги зголемува домашните цени. Паритетот на куповна моќ подразбира деп्रेसијација на номиналниот девизен курс.

⁶⁴ Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995) Exchange rate dynamic Redux. *Journal of Political Economy* 103:624-660.

Сепак, Monacelli and Perotti тврдат врз основа на одредени економетриски докази дека депресијацијата на девизниот курс мора да биде придржена со зголемување, а не со намалување на потрошувачката. Овој резултат може биде постигнат со прифаќање на неделиви преференции или перзистентност на длабоки навики (различни маржи низ времето). Ravn (2007) покажа дека во моделот на длабоки навики антиципираниот шок на државната потрошувачка ја намалува потрошувачката и предизвикува апресијација на реалниот девизен курс како во основните ДСГЕ модели, додека неантиципиран шок на државната потрошувачка ја зголемува потрошувачката и предизвикува депресијација на реалниот девизен курс.

Monacelli and Perotti истакнуваат дека однесувањето на потрошувачите кои се Анти-Рикардијанци не го детерминираат реалниот девизен курс. Оттука, вклучувањето на Анти-Рикардијанците само по себе, иако генерира позитивен ефект врз потрошувачката, не поттикнува депресијација на реалниот девизен курс. Во моделите со пресврт на државната потрошувачка на Corsetti, Meier and Müller (2009) реалниот девизен курс депресицира, додека потрошувачката расте после фискална експанзија. При вклучување на други индикатори на релативни цени, Müller (2008) покажува дека во присуство на домашна склоност кон приватна и јавна потрошувачка, шок на страната на државната потрошувачка доведува до апресијација во условите за тргување (релативната цена на увозот). Дополнително, нето-извозот ќе расте ако постојат некои услови на еластичност. Всушност, домашната наклонетост кон потрошувачка е претпоставка за промена на релативните цени. Без домашна наклонетост (“home bias”), промената во потрошувачката нема да ги промени релативните цени и условите за тргување.

Понатаму, Monacelli and Perotti (2008) го проучуваат одговорот на релативните цени на нетргуваните добра. Впрочем, ако државната потрошувачка е поинтензивна во услугите (т.е. нетргуваните добра) отколку што е приватната потрошувачка, тогаш зголемувањето на државната потрошувачка доведува до апресијација на цените на нетргуваните добра. Според нивните економетриски докази, отвореноста на економијата на меѓународната трговија подразбира зголемување на цената на нетргуваните добра после настанување на шок на страната на државната потрошувачка дури и кога државната потрошувачка не е поинтензивна од приватната во однос на нетргуваните добра.

Врската помеѓу буџетското салдо и тековната сметка базирано на идентитетот на националната сметка често се наведува како “дефицит близнаци”, хипотеза според која буџетскиот дефицит ја влошува тековната сметка.⁶⁵ Corsetti and Müller (2006) ја истакнуваат улогата на отвореноста на меѓународната трговија во реакцијата на домашното штедење, инвестициите, а оттука и тековната сметка, на промените на фискалната политика. Тие тврдат дека негативен шок на буџетскиот дефицит ја влошува тековната сметка само во отворени економии.

1.2.4.6 Заклучок врз основа на различните теоретските предвидувања

Конечниот резултат од презентираниите теоретски согледувања е кратко презентирани во Табела 2. Поголемиот број на теоретски макроекономски модели се едногласни во врска со позитивниот ефект на експанзивната фискална политика врз аутпутот (реалниот БДП). Реакциите на потрошувачката, реалните плати, работните часови и реалниот девизен курс се во директна зависност од моделот. Притоа, теоретските модели имаат различни резултати во поглед на квалитативниот одговор на овие варијабли.

Имено, стандардните ДСГЕ модели предвидуваат негативни ефекти врз потрошувачката што е спротивно на Кејнзијанскиот модел. Реалните плати се зголемуваат во НК ДСГЕ моделите, но се намалуваат во RBC моделите. Вообичаено, во ДСГЕ рамката, реалниот девизен курс апрецира и трговскиот биланс значајно се нарушува. Неколку стратегии за моделирање се имплементирани при поставување на ДСГЕ рамката со цел да генерираат позитивен ефект врз потрошувачката и депресијација на девизниот курс после појава на фискална експанзија. Во суштина, овие напори овозможуваат дополнување на основната рамка на ДСГЕ моделите според која моделите се разликуваат врз основа на тоа дали имаат модифицирани преференци или не, неделива корисност (“non-separable utility”) или длабоки навики, воведување на два типа на домаќинства: Рикардијанци или Антирикардијанци, или пак

⁶⁵ Се потсетуваме на идентитетот: $CA = (S - I) + (T - G)$, кој тврди дека тековната сметка (CA) е еднаква на збирот на две компоненти: приватното штедење и примарниот буџетски суфицит. Имено, ова се изведува преку идентитетот на националната сметка: $Y = C + I + G + (Exp - Imp)$, каде Y е националниот производ; C – приватната потрошувачка; I – капиталните инвестиции кои содржат трошења на фирмите за нови фабрики и опрема, службени згради, машини и инвентар; G – државната потрошувачка на добра и услуги; Exp – извоз на добра и услуги; Imp – увоз на добра и услуги. Националниот доход кој се добива со продажбата на националниот производ се користи дел за приватна потрошувачка (C), друг дел се штеди (S) и преостанат дел е апсорбиран преку него даночните приходи (T). Оттука, националниот доход $Y = C + S + T$. Со замена на погоренаведениот идентитет на националната сметка $C + I + G + (Exp - Imp) = C + S + T$ се добива идентитетот на националното штедење, односно $CA = (S - I) + (T - G)$.

дозволување на идните јавни расходи да се намалуваат како алатка за намалување на јавниот долг (пресврт во државната потрошувачка или “spending reversals”).

Табела 2-1. Теоретски предвидувања на квалитативниот одговор на клучните варијабли

	Y	C	Ld	Ls	Реална плата	Каматна стапка	Приватни инвестиции	Трговски биланс	Реален девизен курс
Кејзијански: затворена економија	+	+	+*	+	-	+	-		
Кејзијански: флексибилен девизен курс	=	+	=	=	=	=	=	-	+
Кејзијански: фиксен девизен курс	+	+	+	+	-	=	=	=	=
Реален бизнис циклус	+	-	=	+	-	+	+	-	+
Нови Кејзијанци	+	-	+	+	+	+	-	-	+
Разделена корисност (“separable utility”)	+	+	=	+	-	+	-	-	-
Длабоки навики (“deep habits”)	+	+	+	+	+	=**	-	-	-
Потрошувачки пресврт (“spending reversals”)	+	+	+	+	+	+	***	-	-

Извор: Hebous, Shafik (2009), “The effects of Discretionary Fiscal Policy on Macroeconomic Aggregates: A Reappraisal”, Goethe University Frankfurt, Munich Personal PePec Archive, MPRA

Забелешка: Знакот “+” означува позитивен ефект и во делот на реален девизен курс - апresiasiја, додека знакот “-” означува негативен ефект и во случајот на реален девизен курс - депресија. Знакот “=” означува никаков ефект

.*Додека Кејнзијанскиот модел не дава точно објаснување за трансмисиониот механизам што се појавува на пазарот на труд после настанување на фискална експанзија, според интерпретацијата на Новите Кејнзијанци, фирмите побаруваат работна сила се до онаа точка кога маргиналниот производ на трудот се изедначува со реалната плата. Експанзивниот ефект ги зголемува цените, а ги редуцира реалните плати. Оттука, фирмите ќе најмуваат повеќе работници.

**Трудовите на Ravn (2006; 2008) не го прикажуваат импулсниот одговор на реалните каматни стапки на шокот на страната на државната потрошувачка. Zubairy (2009) презентира DSGE модел на длабоки навики во кој одговорот на каматните стапки е незначителен и не се разликува од нула.

***Моделот на Corsetti (2009) експлицитно не вклучува одлуки за приватни инвестиции.

1.2.5 Емпириски анализи базирани на примена на структурен SVAR модел

Проучувањето на динамиката на макроекономските варијабли после појавата на шок на страната на фискалната политика е интензивно пропратено со активна примена на моделите на Авторегресија или VAR (Vector Autoregression models). VAR методологијата е специфичен пристап на моделирање каде што сите варијабли во системот се ендогени и секоја варијабла е изразена како функција од сопствените минати вредности и од минатите вредности на останатите варијабли во системот. Покрај обичниот VAR модел кој е чисто статистички модел, постојат и структурни VAR модели и коинтеграциони VAR модели кои се погодни за оценување на определени теоретски законитости. Според Blanchard and Perotti (2002) структурните VAR моделите се многу подобри во анализирање на квантитативното влијание на фискалната политика во споредба со големите економетриски модели и моделите со редуцирана форма. Големите економетриски модели “во голема мера ги претпоставуваат наместо да ги документираат ефектите на фискалната политика врз економската активност”, додека моделите со редуцирана форма ги регистрираат ефектите на фискалната политика врз економската политика без да понудат релеванта теоретска поткрепа.⁶⁶ Blanchard and Perotti (2002) применија SVAR модел со поствоени податоци за САД и заклучија дека мултипликаторите за потрошувачка и производство се движат помеѓу 0,3 и 1.

⁶⁶ Blanchard, O. and Perotti, R. (2002), “An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output”, Quarterly Journal of Economics, 117(2), 1329-1368, p.1.

Сепак, Perotti (2005) и Mihov (2003), применувајќи докази базирани на VAR модели, утврдиле дека ефективноста на фискалната политика значително се намалила во периодот после 1980-тата година како последица на финансиската либерализација, поактивната монетарна политика и високите буџетски дефицити. Следниот дел прикажува краток преглед на третманот на фискалната политика во структурните VAR модели и ги сумира најновите наоди и емпириска литература за ефектите на шоките на фискалната политика врз економската активност и макроекономските варијабли.

1.2.5.1 Одговор на аутпутот, потрошувачката, пазарот на труд и каматната стапка

Табелата 3 ги сумира скорешните VAR резултати за влијанието на позитивниот шок на страната на државната потрошувачка, додека Табела 4 ги сумира поновите VAR наоди за влијанието на даночниот шок на клучните макроекономски варијабли. Резултатите се сумирани на следниот начин:

Одговор на аутпутот: Без оглед на идентификациониот пристап, неколку VAR студии покажаа зголемување на аутпутот како резултат на позитивниот шок на страната на државната потрошувачка.⁶⁷ Сепак, големината на влијанието и кулминативниот одговор се разликуваат помеѓу студиите. Имено, во многу студии големината на мултипликаторот зависи од применетите спецификации или пробни периоди. Имено, мултипликаторот е негативен за некои субпримери за Австралија, Канада и Велика Британија. (Perotti, 2005).⁶⁸ За американската економија Пероти истакнува дека ефектите на фискалните шокови врз БДП и неговите компонентни се намалија во последните дваесет години. Bilbiie, Meier and Müller (2008)⁶⁹ го објаснуваат ова со зголеменото учество на пазарот на пари и поактивната монетарна политика. Blanchard and Perotti (2002) не најдоа доказ за промена на одговорот на аутпутот поради антиципиран шок. Мултипликаторот дури постанува поголем.

При даночен шок, тие сметаат дека зголемувањето на даноците има негативен импакт на мултипликаторот за околу 0,7 во САД. Сепак, како и во случај на шок на страната на потрошувачката, знакот на мултипликаторот се менува во зависност од периодот што е земен како пример за некои OECD економии. Согласно пресметаната

⁶⁷ За пример види Blanchard and Perotti (2002), De Castro and De Cos (2008), Fatas and Mihov (2001) and Pappa (2009).

⁶⁸ Perotti, R. (2005) Estimating the effect of fiscal policy in OECD countries. *Proceedings*, Federal Reserve Bank of San Francisco.

⁶⁹ Bilbiie, F., Meier, A. and Müller, G. (2008) What accounts for the changes in U.S. fiscal policy transmission?. *Journal of Money Credit and Banking* 40: 1439-1469.

антиципација на Mertens and Ravn (2009) се добива негативен мултипликатор за антиципираното намалување на даноците во период пред имплементација. После тоа, аутпутот се зголемува.

Резултатите кои се сумирани во Табела 3-1 и 4-1 не обезбедуваат убедлив емпириски доказ дека даночниот мултипликатор е помал од мултипликаторот на јавните расходи како што предвидува Кејнзијанската теорија. Arin and Koray (2006)⁷⁰ во своето истражување за ефектот на даночниот шок врз аутпутот во Канада добиле различни емпириски резултати, што произлегуваат од примената на различни серии на даночни приходи во моделот. Тие утврдиле дека позитивниот шок на данокот на доход има негативен ефект врз аутпутот, додека позитивниот шок на данокот на добивка има изненадувачки позитивен ефект врз аутпутот во Канада. Ова укажува на фактот дека различни даночни категории може да имаат различни импликации врз економијата.

Одговор на потрошувачката: Добиените резултати повторно не се доволно јасни и унифицирани. Студиите кои применуваат рекурзивен или Бланчард - Пероти идентификационен пристап тврдат дека позитивниот шок на страната на државната потрошувачка има позитивен ефект врз потрошувачката.⁷¹ Со примена на sign restrictions пристапот, Pappa (2009) наоѓа исто така позитивен ефект врз потрошувачката за разлика од Mountford and Uhlig (2009) кои наоѓаат дека одговорот на потрошувачката е нула и незначителен. Наративниот пристап на Ramey (2008) кој се применува исклучиво за американската економија дава негативен ефект врз потрошувачката. Ваков резултат е добиен и во студијата на Tenhofen and Wollf (2007). **Оттука, согледуваме дека добиените резултати на VAR моделите не даваат целосна поддршка во корист на едно теоретско предвидување за потрошувачката наспроти друго.** Ова е точно и во случајот на даночен шок. Сепак, во неколку студии како што се оние на Blanchard and Perotti (2002) и Romer and Romer е забележано зголемување на вкупната потрошувачка како резултат на намалувањето на даноците.

Притоа, доколку се споредат резултатите од табела 3 и 4 со теоријата може да се забележи дека **рекурзивниот и Бланчард - Пероти пристап даваат генерална поддршка на Кејнзијанските и модифицираните ДСГЕ модели** (на пример, моделите со примена на длабоки навики и реверзибилна потрошувачка) **во кои потрошувачката има позитивен одговор на настанатата фискална експанзија.**

⁷⁰ Arin, P. K. and Koray, F. (2006) Are some taxes different than others? An empirical investigation of the effects of tax policy in Canada. *Empirical Economics* 31: 183-193.

⁷¹ Види Fatas and Mihov (2001) and Blanchard and Perotti (2002).

Резултатите на студиите кои користат наративен пристап во голема мера соодветствуваат на стандардното Рикардијанско однесување.

Одговор на пазарот на труд: Во поглед на реакцијата на вработеноста, **позитивен шок на страната на државната потрошувачка доведува до зголемување на вработеноста.**⁷² Имено, ова е во согласност со реакцијата на аутпутот и различните теории, бидејќи **не постои модел кој предвидува намалување на вработеноста после позитивен фискален шок.** Неколку студии ја анализираат реакцијата на реалните плати (резултатите се прикажани во табела 3 и 4) Резултатите се мешани. Pappa (2009) and Blanchard and Perotti (2002) прикажуваат пораст на реалните плати, додека Burnside, Eichenbaum and Fisher (2004) прикажуваат намалување на реалните плати како одговор на позитивниот шок на страната на потрошувачката.

Одговор на каматните стапки: Според неколку емпириски студии, како што се Ramey (2008), **каматните стапки се зголемуваат после настанување на фискална експанзија во согласност со предвидувањата на ДСГЕ моделите и Кејнзијанскиот модел на затворена економија.** Во студиите на Caldara and Kamps (2008), каматните стапки не реагираат. Резултатите за негативниот импакт на фискалната експанзија врз каматните стапки во неколку VAR студии е прилично тешко да се објаснат преку теоријата. Во согласност со проценките во табелите, Laubach (2009)⁷³ преку примена на економетриска методологија со една равенка, проценува дека зголемувањето на вредноста на показателот дефицит/БДП на САД за еден процентен поен, *ceteris paribus*, доведува до зголемување на долгорочните каматни стапки од 20 до 30 базични поени. Во Европската монетарна унија, Faini (2006) известува дека намалувањето на примарниот суфицит на некоја земја-членка доведува до зголемување на каматните стапки за околу 3 базични поени.

Табела 3-1. **Ефектите на шок на страната на државната потрошувачка**

Студија	Земја	Пример	Идентификациона стратегија	Аутпут	Потрошувачка	Вработеност	Каматни стапки	Коментар
Beetsma (2008)	Panel EU14	Годишно 1970-2004	Рекурзивна	1.2				
Bilbiie (2008)	САД	Квартално 1983-2004	Рекурзивна	0,94	+			

⁷² Види Burnside, Eichenbaum and Fisher (2004), Pappa (2009) and Ramey (2007).

⁷³ Laubach, T. (2007) New evidence on interest rate effects of budget deficits and debt. *Journal of the European Economic Association* 7: 858-85.

	САД	Квартално 1957-1979	Рекурзивна	1.71	+			Приказа ниот мултипли катор е кумуляти вен одговор за 4 квартали
Blanchard and Perotti (2002)	САД	Квартално 1960-1997	Blanchard and Perotti	0.84	+			
	САД	Квартално 1960-1997	Зголемувањ е на очекувањат а	Ca 2				
Burnside (2004)	САД	Квартално 1947-1995	Наративна	+	=	+		
Caldara and Kamps (2008)	САД	Квартално 1955-2006	Рекурзивна	1	+	=	=	
	САД	Квартално 1955-2006	Blanchard and Perotti	1	+	=	=	
	САД	Квартално 1955-2006	Рестрикции на знаци ("sign restrictions")	Ca 0.5	=	=	=	
	САД	Квартално 1955-2006	Наративна	0	+	=	=	
De Castro and De Cos (2008)	Шпанија	Квартално	Blanchard and Perotti	1.31	+		+	Приказа ниот мултипли катор е кумуляти вен одговор за 4 квартали
Dungey and Fry (2009)	Нов Зеланд	Квартално 1983-2006	"sign restrictions"	+	-		+	Идентиф икациони от метод комбини ра SVAR рестрикц ии на не- фискални те варијабл и и рестрикц ии на знак на фискални те шокови
Fatas and Mihov (2001)	САД	Квартално 1960-1996	Рекурзивен	0.3	+	+	+	Кулмина ција на мултипли каторот за 2

								години
Favero and Giavazzi (2007)	САД	Квартално 1980-2006	Blanchard and Perotti	0.127			-	Приказаниот мултипликатор е кумулативен одговор за 4 квартали; после пресметката на динамиката на долгот
	САД	Квартално 1960-1979	Blanchard and Perotti	0.056			-	
Gali (2007)	САД	Квартално 1954-2003	Blanchard and Perotti	0.78	+	+		
Giordano (2007)	Италија	Квартално 1982-2004	Blanchard and Perotti	0.2	+	+	-	Каматните стапки се зголемуват после 1 годин
Heppke-Falk (2006)	Германија	Квартално 1974-2004	Blanchard and Perotti	0.62	+		+	
Mountford and Uhlig (2009)	САД	Квартално 1955-2000	Рестрикции на знак	0.44	=		=	
Rappa (2009)	САД	Годишно 1969-2001	Рестрикции на знак			+		
Rappa (2009)	Канада	Квартално 1970-2007	Рестрикции на знак	0.18	+	+	Резултати прикажани за шок на страната на државната потрошувачка. Рappa (2009) објавува резултати за државните инвестиции и шоките на вработеноста	
	ЕУ	Квартално 1991-2007	Рестрикции на знак	0.16	+	+		
	Јапонија	Квартално 1970-2007	Рестрикции на знак	0.13	+	+		
	Велика Б.	Квартално 1970-2007	Рестрикции на знак	0.13	+	+		
	САД	Квартално 1970-2007	Рестрикции на знак	0.74	+	+		
Perotti (2005)	Австралија	Квартално 1980-2001	Blanchard and Perotti	0.21	+		+	Приказаниот мултипликатор е кумулативен одговор за 4 квартали
	Австралија	Квартално 1960-1979	Blanchard and Perotti	-0.1	+		-	
	Канада	Квартално 1980-2001	Blanchard and Perotti	-0.28	-		+	
	Канада	Квартално 1960-1979	Blanchard and Perotti	0.59	+		+	
	Германија	Квартално 1975-1989	Blanchard and Perotti	0.4	-		-	
	Германија	Квартално 1960-1974	Blanchard	0.41	-		+	

			and Perotti					
	Велика Британија	Квартално 1980-2001	Blanchard and Perotti	-2	-		+	
	Велика Британија	Квартално 1960-1979	Blanchard and Perotti	0.48	+		+	
	САД	Квартално 1980-2001	Blanchard and Perotti	0.31	+		+	
	САД	Квартално 1960-1979	Blanchard and Perotti	1.13	+		-	
Perotti (2007)	Канада	Квартално 1947-2005	Blanchard and Perotti			-		
	Велика Британија	Квартално 1947-2005	Blanchard and Perotti			-		
	САД	Квартално 1947-2005	Blanchard and Perotti			+		
Ramey (2008)	САД	Квартално 1947-2003	Наративен	ca 1	-	+	+	
Ramey and Shapiro (1998)	САД	Квартално 1947-1996	Наративен	ca 1	-	=	-	Каматните стапки се намалуваат на импактно се зголемуваат подоцна
Ravn (2007)	Панел од Австралија, Канада и САД	Квартално 1975-2005	Blanchard and Perotti	0.52	+			
Tenhofen and Wolff (2007)	САД	Квартално 1947-2006	Пораст на очекувањата					

*Ако студијата не зема во предвид одредена варијабла, соодветното поле во табелата останува празно.

Знакот “+” покажува позитивен ефект, додека знакот “-” покажува негативен ефект. Знакот “=” означува нема ефект. **Извор:** Hebous, Shafik (2009), “The effects of Discretionary Fiscal Policy on Macroeconomic Aggregates: A Reappraisal”, Goethe University Frankfurt, Munich Personal PePec Archive, MPRA, p.15.

Табела 4-1. Ефектите на даночен шок

Студија	Земја	Податоци	Зголемување или намалување	Идентификациона стратегија	Аутпут	Потрошувачка	Вработеност	Каматни стапки	Коментар
Arin and Koray	Канада	Квартално 1960-1999	Зголемување	Рекурзивна	-			-	Шок на приходите од

(2006)									данок на доход
Blanchard and Perotti (2002)	САД	Квартално 1960-1997	Зголемување	Blanchard and Perotti	-0.69				
	САД	Квартално 1960-1997	Зголемување	Пораст на очекувањата	Са 0				
Caldara and Kamps (2008)	САД	Квартално 1955-2006	Зголемување	Рекурзивна	0	=	=	=	
	САД	Квартално 1955-2006	Зголемување	Blanchard and Perotti	0	=	=	=	
	САД	Квартално 1955-2006	Зголемување	Рестрикции на знак	-0.8	-	=	=	
De Castro and De Cos (2008)	Шпанија	Квартално 1980-2004	Зголемување	Blanchard and Perotti	-	+		+	
Dungey and Fry (2009)	Нов Зеланд	Квартално 1983-2006	Зголемување	Рестрикции на знак	+	-		+	Идентификациони от метод комбинира SVAR рестрикции на нефискалните варијаблите и рестрикции на знак на фискалните шокови
Favero and Giavazzi (2007)	САД	Квартално 1980-2006	Зголемување	Blanchard and Perotti	0.016			+-	Прикажанот мултипликатор е кумулативен одговор за 4 квартали; после пресметката на динамиката на долгот
	САД	Квартално 1960-1979	Зголемување	Blanchard and Perotti	-0.249				
Giordano (2007)	Италија	Квартално 1982-2004	Зголемување	Blanchard and Perotti	+		+	+	
Mountford and Uhlig (2009)	САД	Квартално 1955-2000	Намалување	Рестрикции на знак	0.19	+		-	Дефицит финансиран со намалување на даноците

Mertens and Ravn (2009)	САД	Квартално 1947-2006	Намалување	Наративна	Врв на 2.17 во 10 квартали	+	+		Резултат и за неантиципирано намалување на даноците
	САД	Квартално 1947-2006	Намалување	Наративна	Дно од -1.16 три квартали пред имплементацијата	=	-		Резултат и за антиципирано намалување на даноците и пред имплементација
Perotti (2005)	Австралија	Квартално 1980-2001	Намалување	Blanchard and Perotti	-0.36	-		-	
	Австралија	Квартално 1960-1979	Намалување	Blanchard and Perotti	-0.41	-		-	
	Канада	Квартално 1980-2001	Намалување	Blanchard and Perotti	0.3	+		-	
	Канада	Квартално 1960-1979	Намалување	Blanchard and Perotti	-0.03	+		+	
	Герман.	Квартално 1975-1989	Намалување	Blanchard and Perotti	0.02	-		+	
	Герман.	Квартално 1960-1974	Намалување	Blanchard and Perotti	-0.22	+		-	
	Велика Британ.	Квартално 1980-2001	Намалување	Blanchard and Perotti	-0.23	-		+	
	Велика Британ.	Квартално 1960-1979	Намалување	Blanchard and Perotti	0.10	+		+	
	САД	Квартално 1980-2001	Намалување	Blanchard and Perotti	-0.43	-		-	
	САД	Квартално 1960-1979	Намалување	Blanchard and Perotti	0.69	+		-	
Romer and Romer	САД	Квартално 1950-2007	Зголемување	Наративна	-3 % од БДП	-			Објавени от мултипликатор е кулминативен одговор преку 3 години

*Ако студијата не зема во предвид одредена варијабла, соодветното поле во табелата останува празно. Покрај ова, ако поинаку не е наведено, објавената големина на мултипликаторот е под влијание. Кумулативниот кулминативен одговор е обично поголем од ефектот на влијание. Детали за кумулативниот и кулминативниот одговор на аутпутот и други клучни варијабли може да се пронајдат во соодветната студија. Знакот “+” покажува позитивен ефект, додека знакот “-” покажува негативен ефект. Знакот “=” означува нема ефект.

Извор: Hebus, Shafik (2009), “The effects of Discretionary Fiscal Policy on Macroeconomic Aggregates: A Reappraisal”, Goethe University Frankfurt, Munich Personal PePec Archive, MPRA, p.17

1.2.5.2 Одговор на варијаблите на надворешниот сектор

Табелата 5-1 ги сумира резултатите на студиите кои ја испитуваат динамиката на варијаблите на надворешниот сектор на шок на страната на фискалната политика.

Одговор на реалниот девизен курс и другите релативни цени: Во повеќето емпириски студии, шок на експанзивна фискална политика предизвикува депресијација на реалниот девизен курс.⁷⁴ Ова откритие не се поклопува со Кејнзијанските и стандардните DSGE предвидувања. Сепак, тоа е конзистентно со модифицираните DSGE модели (на пример моделот со длабоки навики). Условите за трговија (релативните цени на увозот) се зголемуваат во моделот на Monacelli and Perotti, додека депрецираат кај Müller (2008). Релативните цени на нетргованите добра се намалуваат (депрецираат) после настанување на фискална експанзија.

Одговор на нето извозот и тековната сметка (хипотезата на дефицити близнаци): Beersma, Giuliadori and Klassen (2008) применувајќи Европски панел и Monacelli and Perotti применувајќи американски податоци даваат поддршка во корист на хипотезата за дефицити близнаци. Спротивно на ова, резултатите на Kim and Roubini (2008) не го подржуваат овој поглед за американската економија. Corsetti and Müller (2006) прават разлика помеѓу малите и отворени економии, како Канада, за кои постои доказ за постоење на хипотезата на дефицити близнаци, и САД, каде што не постои поддршка за ова хипотеза. Во овој контекст, постои обемна литература која го проучува одговорот на трговското салдо и тековната сметка на шоките на фискалната политика преку проценка извршена со решавање на само една равенка, наместо преку примена на VAR анализа. Lane and Perotti (1998) анализираа дали ефектите на фискалната политика врз трговското салдо во OECD земјите зависи од режимот на девизен курс. Тие заклучија дека фискалната експанзија значително го влошува трговското салдо во услови на режим на флексибилен девизен курс.

Табела 5-1. **Импактот на шок на фискалната политика врз реалниот девизен курс и тековната сметка**

Студија	Земја	Шок на	Идентификациона стратегија	Реален девизен курс	Услови на тргување (релативни цени на увоз)	Релативни цени на нетргованите добра	Нето извоз или тековна сметка
---------	-------	--------	----------------------------	---------------------	---	--------------------------------------	-------------------------------

⁷⁴Monacelli, T. and Perotti, R. (forthcoming) Fiscal policy, the real exchange rate, and traded goods. *Economic Journal*.

Beetsma (2008)	Панел ЕУ14	државната потрошув.	Рекурзивна	+			-
Blanchard and Perotti (2002)	САД	Државна потрошув.	Blanchard and Perotti				-
Corsetti and Müller (2006)	Австралија	Билансиран буџет	Рекурзивна		+		+
	Канада	Билансиран буџет	Рекурзивна		-		-
	Велика Британија	Билансиран буџет	Рекурзивна		-		-
	САД	Билансиран буџет	Рекурзивна		-		+
Kim and Roubini (2008)	САД	Билансиран буџет	Рекурзивна	-			+
Monacelli and Perotti	Австралија	Државна потрош.	Blanchard and Perotti	-		-	-
	Канада	Државна потрош.	Blanchard and Perotti	-		-	=
	Велика Британија	Државна потрош.	Blanchard and Perotti	-		-	-
	САД	Државна потрош.	Blanchard and Perotti	-	+ (импакт) - (кумулатив)	-	-
Monacelli and Perotti (2008)	САД	Државна потрош.	Blanchard and Perotti		+	-	
Müller (2008)	САД	Државна потрош.	Рекурзивна		+		+
Ravn (2007)	Панел на Австралија, Канада, Велика Британија и САД	Државна потрош.	Рекурзивна	-			-

*Ако студијата не зема во предвид одредена варијабла, соодветното поле во табелата останува празно. Покрај ова, ако поинаку не е наведено, објавената големина на мултипликаторот е на влијание. Кумулативниот кулминативен одговор е обично поголем од ефектот на влијание. Детали за кумулативниот и кулминативниот одговор на аутпутот и други клучни варијабли може да се пронајдат во соодветната студија. Знакот “+” покажува позитивен ефект, додека знакот “-” покажува негативен ефект. Знакот “=” означува нема ефект.

*Извор: Hebous, Shafik (2009), “The effects of Discretionary Fiscal Policy on Macroeconomic Aggregates: A Reappraisal”, Goethe University Frankfurt, Munich Personal PePec Archive, MPRA, p.17.

Роберт Баро (2009) пишува “Постојат причини да се мисли дека мултипликатор во услови на војна од 0.8 значително го надминува мултипликаторот во услови на мир ... кога се обидов јас да го проценам директно мултипликаторот поврзан со државните набавки во услови на мир, добив број незначително различен од нула”. **Пол Кругман (2008)** пишува “Јас заклучив дека стимулативниот пакет треба да биде најмалку 4% од БДП”. Овие два цитати ја загреваат дебатата. Емпириските и VAR техники настојуваат да разјаснат што треба да предвиди еден економски модел. Овие обиди се соочуваат со тешка задача на изолација на фискалните ефекти од другите нарушувања. Целокупната слика за достапните докази од VAR студиите може да се сумира на следниот начин. **Аутпутот** се зголемува после настанување на шок на експанзивната фискална политика, иако постојат некои исклучоци. Големината на ефектот зависи од земјата која се зема во предвид и случајниот период (периодот кој се зема како предмет на анализа).

Ова откритие е во согласност со Кејнзијанскиот модел и поголем број DSGE модели. Потрошувачката се зголемува во повеќето студии, особено во оние кои имаат тенденција да вклучат неантиципирани шокови. Иако ова откритие укажува на Кејнзијански ефект, **потрошувачката** се намалува или не покажува значаен ефект во емпириските студии кои имаат тенденција да вклучат антиципирани шокови во согласност со теориите на однесување со очекувања. Понатаму, **вработеноста** се чини дека се зголемува после шок на експанзивна фискална политика. Реакциите на **реалните плати и каматните стапки** не се доволно јасни, што прави проблем за да се создаде поддршка во корист или против одреден модел.

Реалниот девизен курс депрецира во неколку студии, како последица на шок на експанзивната фискална политика, што е контрадикторно на предвидувањата на Кејнзијанските и стандардните DSGE модели. Експанзивниот фискален шок има негативен ефект врз **трговскиот биланс и тековната состојба** во неколку студии, додека ефектите се пригушени во други студии.

Резимирано гледано, зголемувањето на државната потрошувачка и намалувањето на нето-даноците согласно многу теоретски и емпириски анализи, се чини дека има позитивен краткорочен ефект на економската активност и потрошувачката. Сепак, зголемувањето на јавните расходи може значително да го зголеми трошокот од повисоки даноци во иднина и да го намали богатството на потрошувачите. Дополнително, постои големо несогласување околу големината на

краткорочните стимулативни ефекти на фискалната експанзија. Ова не би требало да биде изненадување со оглед на фактот што фискалната експанзија може да настане во повеќе облици и да има различни теоретски ефекти под различни услови. Покрај ова, емпириските анализи имаат голема тешкотија во идентификување на вистинските егзогени фискални шокови и страдаат од потенцијалното присуство на антиципирани ефекти од промените во фискалната политика.

1.2.6 Предности и ограничувања на фискалната политика

Настанувањето на светската финансиска криза ја истакна важноста на фискалната политика како инструмент на макроекономската политика за економска стабилизација. Со цел да се зголеми агрегатната побарувачка и да се стабилизира финансискиот систем на глобално ниво се имплементираа значајни фискални стимуланти кои овозможуваат зачувување на финансиската стабилност и заживување на економската активност.

Сепак, овие фискални пакет-мерки доведоа до големи фискални имбаланси, високи буџетски дефицити и неодржливи јавни долгови што условија итна потреба од фискална консолидација, дисциплинирање на јавните финансии и подобрување на глобалната фискална рамка преку воведување на нови фискални правила, зајакнување на веќе постоечките фискални правила, како и формирање на независни фискални совети кои треба да имаат советодавна и контролна функција при имплементирањето на националните фискални политики.⁷⁵ Негативните ефекти на експанзивната фискална политика распламтија бројни дебати во поглед на ефективноста на фискалната политика како инструмент за макроекономска стабилизација.⁷⁶

Притоа, дебата се води помеѓу економистите кои се залагаат за контрациклична фискална политика преку **дискрециони мерки** како (Romer and Bernstein, 2009, Elmendorf and Furman, 2008, Summers, Feldstein, 2008) и економистите кои сметаат дека фискалната политика треба да биде ограничена само на нејзиното основно контрациклично влијание преку **автоматските стабилизатори** (Taylor 2002, 2009, Eichenbaum, 1997, Feldstein 2002, Cogan, Tobias, Taylor, Wieland, 2009, Wieland 2008, Kraay and Servén, 2008). При анализа на предностите и недостатоците од имплементирањето на фискалната и монетарната политика во стабилизацијата на

⁷⁵ За фискалните правила и фискалните совети подетално образложение во Глава 4.

⁷⁶ Корске. W. R., Tootell. M.B., and Triest K.R. (2005). Introduction: The Macroeconomics of Fiscal Policy, December, p.8.

економијата, особено во периоди на кризи, според економистите неопходно е да се земат во предвид следните аспекти:

- **Времето што е потребно за да се имплементираат и постигнат посакуваните ефекти (time lag);** практиката покажала дека на монетарните институции им е потребен пократок период за да ги имплементираат монетарните политики и соодветно на тоа да добијат повратен одговор од економијата. Спротивно на ова, фискалната политика има потреба од подолг период за да ги имплементира одлуките и реакцијата на макроекономските променливи се јавува со временско задоцнување кое не може да се запостави.
- **Нивото на интервенција за да се постигнат посакуваните ефекти.** За колкав износ треба да се намалат даноците и да се зголемат јавните расходи со цел аутпутот да започне да расте? Согласно искуството, за време на криза, семејствата кои примаат финансиска помош од државата нема да ја употребат добиената помош за потрошувачка, туку за да ги отплатат долговите и да го зголемат штедењето. Спротивно на ова, намалувањето на каматната стапка односно лабавата монетарна политика може да ги стимулира инвестициите.
- **Сетот на краткорочни мерки нема да има влијание врз големината на дефицитот на долг рок,** бидејќи во присуство на потрошувачи со рационални очекувања, зголемувањето на дефицитот доведува до пораст на идните даноци, што на крајот резултира со намалена потрошувачка.⁷⁷

Од голема важност за носителите на политиката е да го препознаат моментот кога фискалната политика станува клучен инструмент за стабилизација на економијата. Според (Elmendorf and Furman, 2008) фискалните стимули се посебно важни во дополнување на монетарната политика кога каматните стапки на централната банка се блиску до нула, кога носителите на политиката настојуваат да постигнат пониста стапка на невработеност при повисока каматна стапка и кога монетарната политика станува неефикасна во заживување на економијата.⁷⁸

Во поново време станува актуелен еден нов пристап во макроекономската теорија познат како **Нов консезус во Макроекономијата (НКМ)** кој тврди дека

⁷⁷ Pelinescu, E. and Caraianni, P. (2010). Fiscal Policy in the Context of the Economic Crisis, Romanian Journal of Fiscal Policy, December, p.6.

⁷⁸ Elmendorf D.W and J. Furman. 2008. If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus. The Hamilton Project, The Brookings Institution.

фискалната политика е неефикасна (види, на пример, Arestis 2008).⁷⁹ Рационализацијата на овој предлог се базира на **три претпоставки**: (1) дека домаќинствата имаат меѓувременски оптимизирачки однесувања, дека домаќинствата не се предмет на ограничувања во поглед на ликвидноста и дека домаќинствата се способни да ги антиципират меѓувременските финансиски ограничувања.⁸⁰ Сепак, поновите откритија за ефективноста на фискалната политика тврдат дека со вклучување на дополнителни претпоставки во теоретскиот НКМ модел можат да се добијат значајни резултати во корист на фискалната политика. Едни од најважните модели кои ги оспоруваат НК моделите се **моделите на преклопување на генерациите** на Oliver J. Blanchard (1985) и Philippes Weil (1989) кои обезбедуваат олабавување на претпоставките на Рикардијанската еквиваленција. Врз основа на такви претпоставки, фактот дека домаќинствата ги планираат своите трошоци на краток рок доведува до оспорување на претпоставката за меѓувременско редуцирање на потрошувачката во НК моделите. Ова имплицира дека и привремени промени во спроведувањето на фискалната политика имаат влијание врз одлуките на домаќинствата во однос на потрошувачка и работа.

Друга претпоставка е онаа поврзана со ограничувањата на домаќинствата во поглед на ликвидноста, што соодветува со искуството дека дури и во развиените земји една третина од домаќинствата немаат доволен пристап на финансиските пазари (Botman and Kumar, 2006). Во такви околности, промените на фискалната политика кои влијаат врз расположливиот доход на домаќинствата ќе имаат значајни реални ефекти. Дополнително, кога фирмите имаат ограничувања во поглед на позајмувањето на кредити (Philippe Agnion et al. 2005) фискалната политика може да има позитивни ефекти врз зголемување на продуктивноста, преку подобрување на способноста на фирмите да финансираат иновативни инвестиции.⁸¹ Сепак, гледиштата имаат променлив тренд и постојано се надоградуваат со ставови ЗА и ПРОТИВ примената на фискалната политика како инструмент за економска стабилизација (види Табела 6-1). Спротивставени ставови постојат и во поглед на примената на одреден инструмент на

⁷⁹ Arestis, Philip. 2008. "Fiscal Policy within the New Consensus Macroeconomics Framework." In *Current Thinking on Fiscal Policy*, ed. Jérôme Creel and Malcolm Sawyer. Houndsmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

⁸⁰ Hemming, Richard, Michael Kell, and Selma Mahfouz. 2002. "The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity: A Review of the Literature." IMF Working Paper 02/208.

⁸¹ Pelinescu, E. and Caraiani, P. (2010). Fiscal Policy in the Context of the Economic Crisis, Romanian Journal of Fiscal Policy, December.

фискалната политика, односно дали е подобро за стабилизација да се користат дискрециони мерки или автоматски стабилизатори.

Да се комплицираат работите понатаму, макроекономските податоци врз основа на кои се проектираат политиките честопати подлежат на значителни измени кога се тргнува од прелиминарни кон крајни бројки. Оттука, потпирањето на фискалната политика на прелиминарни бројки вклучува определен ризик, поради можноста примената на дискреционата фискална политика за макроекономска стабилизација да создаде повисока наместо пониска економска нестабилност. Всушност, за панел кој е базиран на голем сет на земји Fatas and Mihov (2003) покажуваат дека дискреционата фискална политика поттикнува макроекономска нестабилност, која може негативно да влијае врз растот. Имено, врз основа на емпириските резултати за Шведска, која е многу отворена економија, дискреционото зголемување на јавните расходи предизвикува истиснување на приватните инвестиции што доведува до зголемен буџетски дефицит и повисок дефицит на трговскиот биланс.

Постои и друга причина поради која треба да постои внимателност во употребата на дискреционата фискална политика, особено преку зголемување на јавните расходи. Таквите експанзии се речиси неизбежно и нерамномерно распоредени низ секторите. На пример, придобивки од инвестициите во инфраструктурата има градежниот сектор, додека од трошоците за одбрана делумни придобивки има производниот сектор. Стимулите насочени кон овие сектори може да бидат на штета на другите сектори. Пораст на потрошувачката за државни плати (привлекување на повеќе работници во јавниот сектор) со голема веројатност го покачува општото ниво на плати и предизвикува штети врз конкурентноста на извозниот сектор.

Табела 6-1. Предности и ограничувања на фискалната политика

Предности на фискалната политика	Ограничувања на фискалната политика
Експанзивна фискална политика преку зголемување на јавните расходи овозможува насочување на средствата кон продуктивни инвестиции кои се од круцијално значење за економскиот раст и развој (на пример, инвестиции во инфраструктура, образование, здравство итн.)	Проблеми на воочување или информациона задоцнувања (се однесуваат на тековната состојба на економијата, потребата од примена на поекспанзивна или порецесивна политика итн.). Временските задоцнувања доколку се многу големи може да предизвикаат дестабилизирачки ефекти врз економијата.
Примената на балансиран буџет може да	Високите буџетските дефицити

обезбеди стимуланти и без потреба од зголемување на буџетскиот дефицит.	доведуваат до неодржливост на јавниот долг на среден рок и макроекономска нестабилност.
Покрај тоа што фискалната политика може да води кон повисок дефицит/долг, сепак треба да се обрне внимание на показателот долг/БДП. Сè додека БДП расте со повисока стапка во однос на долгот, дефицитите и долговите не претставуваат посериозен проблем.	Зголемувањето на БДП со цел да се намали долгот може да предизвика нестабилност во окружувањето.
Примената на “зелени” даноци може значително да ги обесхрабри активностите на загадување на животната средина или негативните екстерналии во една земја.	Истиснување на приватните инвестиции (обемот зависи од тоа колку економијата е блиску до сосотојбата на потенцијален БДП и полна вработеност).
Експанзивната фискална политика може значајно да придонесе кон зголемување на агрегатната побарувачка во услови на финансиска и должничка криза.	Даночните олеснувања може да се користат за увоз на стоки и услуги, наместо за домашна потрошувачка.
	Активностите на државните и локалните власти може да имаат негативен ефект врз фискалните стимули.
	Што ако постои стагфлација? Експанзивната фискална политика влијае врз дополнително дестабилизирање на економијата.

Извор: Marjolein van der Veen, Pros and Cons Fiscal Policy, and Pelinescu, E. and Caraiiani, P. (2010). Fiscal Policy in the Context of the Economic Crisis, Romanian Journal of Fiscal Policy.

Со оглед на компликациите кои настануваат со примената на активна фискална политика голем број економисти сметаат дека најдобриот совет е да се остават автоматските стабилизатори сами да ја завршат работата. Тие ги смируваат движењата на бизнис циклусите без ни една активна политичка интервенција. Ако економијата се успорува или запаѓа во рецесија, **даночните приходи** од оние извори кои се осетливи на падот на бизнис циклусот се намалуваат, додека **државните трансфери** (особено надоместоците за невработеност) се зголемуваат. Овие автоматски стабилизатори го заштитуваат расположливиот доход од падот на економијата. Со оглед на прикажаната емпириска сензитивност на потрошувачката од расположливиот доход, ова го забавува надолното движење на бизнис циклусот.

Меѓутоа, потпирањето на автоматските стабилизатори има одредени недостатоци. Автоматските стабилизатори (движењата на даночните приходи и трансферите) не прават разлика помеѓу специфичните извори на шокови, ниту помеѓу тоа дали шокот е перманентен или привремен. На пример, допуштањето на

автоматските стабилизатори да работат слободно во случај на перманентен или многу перзистентен негативен шок (како што се случи за време на големата депресија, нафтениот шок и светската криза) може да доведе до неодржливи буџетски движења и макроекономска нестабилност. Меѓутоа, во тој случај, автоматската врска помеѓу циклично прилагодениот примарен дефицит и нивото на јавниот долг, лесно ќе ја обнови фискалната одржливост без притоа да се откаже од предностите на автоматските стабилизатори.

На крајот, дали фискалната експанзија е ефикасна во стимулирањето на економијата? Одговорот е: „зависи“. Без оглед на мешаните резултати, може да се заклучи дека не постои убедлив емпириски доказ дека фискалните стимули ѝ наштетуваат на економијата или убедливи докази за тоа што би можело да случи без фискална експанзија. Покрај тоа, неколку резултати укажуваат на стимулирачки ефект на фискалната политика, особено во текот на светската финансиска криза. Во пресрет на убедлив заклучок, секој човек може да се запраша себеси “Дали сум Рикардијанец?” Секој инвеститот може да се запраша себеси “дали фискалната експанзија ќе ги истисне моите инвестиции?”⁸²

⁸² Hebous, Shafik (2009), “The effects of Discretionary Fiscal Policy on Macroeconomic Aggregates: A Reappraisal”, Goethe University Frankfurt, Munich Personal PePec Archive, MPRA.

ГЛАВА 2. УЛОГАТА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ЕКОНОМСКА СТАБИЛИЗАЦИЈА

2.1. Цели, таргети и инструменти на монетарната политика

Монетарната политика претставува дел од макроекономската политика кој се однесува на имплементирање на мерки и инструменти за контрола на понудата на пари во економијата и остварување на основните макроекономски цели. Одлуките на монетарната власт имаат широки последици врз економијата. Со макроекономските модели се предвидуваат промените во понудата на пари што влијаат врз номиналните варијабли, како на пример, нивото на цени и номиналниот девизен курс. Теориите кои дозволуваат ненеутралност (вклучувајќи ја проширената класична теорија со погрешни согледувања и кејнзијанската теорија) укажуваат на тоа дека на кус рок, монетарната политика исто така влијае врз реалните варијабли, како на пример, реалниот БДП, реалната каматна стапка и стапката на невработеност. Експанзивната монетарна политика (зголемена понуда на пари) традиционално се користи за намалување на невработеноста во услови на рецесија преку намалување на каматните стапки, додека рестриктивната монетарна политика (намалена понуда на пари) се однесува на зголемување на каматните стапки со цел да се заузда инфлацијата. Имено, монетарната политика може да биде опишана како: **прилагодлива** (accommodative), ако каматната стапка која е поставена од страна на централната банка има за цел да креира економски раст; **неутрална** (neutral) ако монетарните авторитети немаат намера ниту да креираат раст, ниту да ја намалат инфлацијата; или **затегната** (tight) ако монетарните власти имаат цврста намера да ја намалат инфлацијата.

Ефикасноста на монетарната политика и нејзината релативна важност како алатка за економска стабилизација се разликува од една економија до друга поради разликите во економските структури на земјите, дивергенцијата во степенот на развој на пазарот на пари и пазарот на капитал помеѓу земјите и разликите во преовладувачките економски услови. Накратко, слабата ефикасност која обично им се припишува на монетарните политики во земјите во развој се должи на фактот дека економските проблеми во тие земји се главно структурни и немонетарни по природа, додека ограничената ефикасност на монетарната политика во земјите кои немаат

развиени пазари на пари се појавува бидејќи монетарните политики се лишени од еден од своите основни алатки - инструментот операции на отворен пазар.

Крајните цели на монетарната политика се истите оние што настојуваат да ги остварат носителите на економската политика воопшто, а тоа се: подобрување на перформансите на економијата и подигнување на животниот стандард на населението.⁸³ Во теоријата економската политика, и во нејзини рамки монетарната политика, вообичаено опфаќаат две цели: **прво**, минимизирање на варијациите на стапката на инфлација или на нивото на цени во однос на некое таргетирано (посакувано) ниво и; **второ**, минимизирање на отстапувањата на тековниот производ од некое таргетирано ниво.

Примарна цел на монетарната политика е остварување на **стабилност на цените**, што претставува клучен услов за економска активност.⁸⁴ Стабилноста на цени гарантира дека потрошувачите и економските агенти ќе можат да ги донесат своите економски одлуки под стабилни и предвидливи услови и на тој начин ќе имаат позитивно влијание врз економската активност и вработеноста. Поранешниот претседател на ФЕД, **Пол Вокер** ја дефинирал ценовната стабилност како состојба кога реалните и номиналните вредности се суштествено исти, набљудувано во соодветно долг хоризонт. Според неговиот наследник, **Алан Гринспен**, ценовната стабилност значи дека очекуваните просечни промени во нивото на цените се доволно мали и доволно постепени, така што не влегуваат во финансиските одлуки на фирмите и луѓето.⁸⁵ Економската литература дава бројни теоретски и емпириски аргументи за придобивките на стабилноста на цените, кои се движат во повеќе насоки.

Така, **Ирвинг Фишер** (Irving Fisher) сметал дека централната банка треба да обезбеди стабилна вредност на парите, затоа што луѓето страдаат од парична илузија, т.е. тие не ја разликуваат номиналната од реалната вредност на парите. Во таа смисла, како што владата ги стандардизира мерките (за тежина, должина итн) за да спречи лажење и крадење, така таа треба да обезбеди и стабилна мерка за вредноста на стоките (Duffy, 1998, стр.23). Покрај ова, **Friedman** (1991d, стр 398) вели дека

⁸³ Горан Петревски (2005): "Монетарната политика, Теорија и искуството на Македонија", Здружение за социо – економски развој, стр. 63-75

⁸⁴ Одржувањето на ценовна стабилност стана цел на централните банки после 1980-тите години. Во 1960-тите години, многу централни банки беа преокупирани со економскиот раст и невработеноста. Општиот пораст на стапките на инфлација во доцните 1970-ти и раните 1980-ти години предизвика преиспитување на целите на централните банки и доведе до значајни промени. Некои централни банки не ја имаат целосно отфрлено целта на економски раст, како што е случајот со Федералните Резерви на САД. (Бурда и Виплош, стр. 201)

⁸⁵ Gavin and Stockman, 1992 and Mayer, 2001b

монетарната политика треба да обезбеди стабилна заднина за функционирањето на економијата, т.е. да ја подмачкува економската машина, која може најдобро да работи ако постои сигурност за идното движење на цените.⁸⁶

Стабилноста на цените овозможува: ефикасно функционирање на ценовниот механизам; рационално деловно однесување и правилна алокација на ресурсите, преку намалување на неизвесноста во деловното одлучување; отстранување на непотребната премија за инфлациониот ризик содржана во номиналните каматни стапки; обезбедување поволен амбиент за стопанскиот растеж итн. Како дополнителен аргумент во корист на потребата од обезбедување стабилност на цените се јавува и поради тенденцијата на инфлацијата да се храни сама од себе, т.е. високата инфлација, преку разни механизми, да генерира уште повисока инфлација (Backerman, 1983, стр. 23-24). Оттука, ценовната стабилност на долг рок е конзистентна со намалувањето на дисторзиите во економијата кои произлегуваат од инфлацијата. На крај, според т.н. **Шварцова хипотеза**, ценовната стабилност доведува до помала финансиска нестабилност преку намалување на информациските проблеми поврзани со оценката на алтернативните инвестициони проекти (Bordo and Wheelock, 1988).

. Во поново време постои општ тренд на експлицитно усвојување на долгорочната стабилност на цените како примарна, главна цел на централните банки. Така, во многу земји (типичен пример е Бундесбанката, а во поново време – Централната банка на Нов Зеланд), со закон е утврдено дека стабилноста на цените е единствена и примарна, доминантна цел на централните банки. Покрај ова, во членот 105 (1) од Спогодбата на Мастрихт се вели дека примарна цел на Европскиот систем на централни банки е одржувањето на стабилноста на цените. **Европската централна банка** ја дефинира ценовната стабилност како “годишно зголемување на нивото на цените под 2% на среден рок”, т.е. стапка на инфлација помеѓу 0% и 2%. Во 2004 година, целта на **Банката на Англија** беше остварување инфлација од 2%.⁸⁷ Согласно **централната банка на САД – ФЕД** (Federal Reserve System), целите на монетарната политика кои се формулирани во Федералниот резервен акт (Federal Reserve Act) специфицираат дека Одборот на гувернери (Board of Governors) и FOMC (Federal

⁸⁶ Подетално види Горан Петревски (2005): “Монетарната политика, Теорија и искуството на Македонија”, Здружение за социо – економски развој, стр. 67

⁸⁷ Michael Burda and Charles Wyplosz (Fourth Edition): “Macroeconomics”, Chapter 9, Supply of money and monetary policy, p.201-223.

Open Market Committee)⁸⁸ треба да настојуваат да се “промовираат ефективно целите на максимална вработеност, стабилни цени и умерени долгорочни каматни стапки.”

Во обидот да се остварат овие три цели, ФЕД се соочува со два предизвици и тоа: **прво**, централна банка која има за цел да достигне највисоко можно ниво на вработеност на краток рок, без оглед на други фактори, може да креира неприфатливо ниво на инфлација без некои перманентни придобивки во поглед на вработеноста; **второ**, праволиниски фокус на централната банка на стабилноста на цените, без внимание на останатите фактори, може да доведе до почести и подлабоки падови на економската активност и вработеноста со мали бенефиции на страната на долгорочната инфлација и стабилност.⁸⁹ Имено, покрај неоспорноста на стабилноста на цени, економистите изложуваат и одредени аргументи според кои стабилноста на цените не треба да подразбира нулта стапка на инфлација, туку ниска позитивна стапка на инфлација. Согласно на ова, сите централни банки во светот денес таргетираат стапка на инфлација околу 2% годишно, што се смета како речиси стабилност. Оттука, стабилноста на цените во Канада се дефинира како годишна инфлација пониска од 2%, а оперативната дефиниција на стабилноста на цените во Британија е годишна инфлација од 2.5 % или помалку. Clarida, Gali and Gertler (1997) наоѓаат дека имплицираниот таргет на Федералниот систем на резерви по 1979 година изнесува 2% на годишно ниво.

Одржувањето на ниска стапка на инфлација можеби претставува цел, но централните банки не можат директно да ја контролираат истата. Имено, инфлацијата на долг рок е детерминирана од стапката на раст на паричната маса или поконкретно, од интеракцијата помеѓу реалната побарувачка на пари и номиналната понуда на пари. Додека реалната побарувачка на пари зависи од (небанкарската) јавност, номиналната понуда на пари е одговорност на централната банка. “Уметноста на централното банкарство” е во тоа да се изедначи понудата на пари денес со нејзиниот долгорочен ефект врз инфлацијата. Според тоа, постигнувањето на целта на ниска инфлација се остварува индиректно. Од тие причини, централните банки се потпираат врз таргети и инструменти. На слика 2.1 се преставени најчесто употребуваните таргети и инструменти на располагање на централните банки.

⁸⁸ Federal Reserve System (2005): “The Federal Reserve System Purposes and Functions”, Ninth Edition, 2005.

⁸⁹ Chairman Ben S. Bernanke Speech at the Revisiting Monetary Policy in a Low-Inflation Environment Conference, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Massachusetts, “Monetary Policy Objectives and Tools in a Low – Inflation Environment”, October 15, 2010

Разграничувањето меѓу инструментите, таргетите и целите е од голема важност кога се анализира монетарната политика. Инструментите и таргетите се средства за остварување на целите, а не цели сами за себе. Инструментите и таргетите се разликуваат по тоа што првите се под директна контрола на централната банка – на пример, стапката за кредитирање на банките или операциите на отворен пазар, додека вторите најчесто се сметаат за порелевантни за постигнување на саканата цел. **Таргетите** се индиректни цели кои, иако се тесно поврзани со примарната цел за ниска инфлација, се полесно контролирани од централната банка.

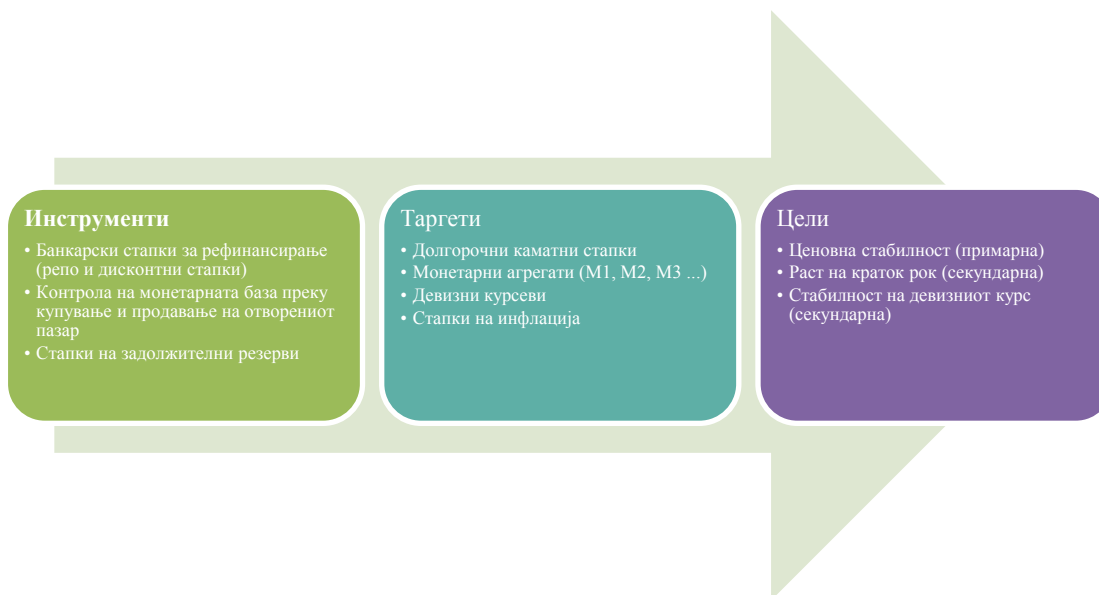
Првиот таргет се однесува на стапката на раст на монетарните агрегати (M1, M2, M3, M4, итн) или монетарно **таргетирање**, кој ја детерминира стапката на инфлација заедно со побарувачката за пари. Ова е стратегија за контрола на инфлацијата која се одвива по заобиколен пат – со посредство на монетарните агрегати. Суштината на овој пристап е дека преку контрола на движењето на некоја дефиниција на паричната маса може да се контролира и стапката на инфлација.

Успехот на монетарното таргетирање пресудно зависи од две основни претпоставки: постоење на прецизна и стабилна врска помеѓу парите и цените и цврста контрола на движењето на монетарните агрегати. За да бидат исполнети овие услови треба да има стабилна и предвидлива побарувачка на пари и централната банка да ги остварува монетарните таргети преку контрола на паричната маса. Оваа стратегија ги бележи своите почетоци во 1970-тите, кога монетаризмот ја достигна својата кулминација. Во САД се примени во 1980 година со донесување на Законот за монетарна контрола (The Monetary Control Act), со таргетирање на монетарните агрегати M1, M2 и M3, при што во 1987 година се напуштило таргетирањето на M1. Во **Британија** за прв пат се применило во 1976 година и тоа на флексибилен начин со менување на монетарните агрегати кои биле предмет на таргетирање.⁹⁰

Во **Германија** ова започнало во 1975 година и до 1987 година се таргетирал растежот на M1, а од 1988 година и на M3. На почетокот, Бундесбанката поставувала фиксни таргети, а од 1979 година, таргетите се давале како интервал со отстапувања од 1-1.5 %. Во сите овие земји постоел помал и поголем степен на флексибилност во примената на таргетите. Имено, постоеле отстапувања од објавените таргети, не се поставувале фиксни таргети за монетарниот растеж, приближувањето од среднорочна кон долгорочна цел на инфлацијата се вршело постепено и монетарната политика на

⁹⁰ King, Mervyn A. (1994), "Monetary Policy in the UK," Fiscal Studies 15, No. 3, 109—128.

краток рок реагираше и на другите варијабли, како што се реалниот производ и девизниот курс.



Графикон 1-2. Инструменти, таргети и цели на монетарната политика

Во врска со оваа стратегија се издвојуваат следните **предности**: (1) монетарните агрегати можеле многу лесно и брзо да се контролираат од централната банка; (2) можат да бидат измерени прецизно и со мало задоцнување; (3) поради знаењето на јавноста за нив лесно ја зголемуваат транспарентноста на ЦБ; (4) со следење на нивното остварување се зголемува одговорноста на ЦБ; и (5) не ја ограничува можноста за водење самостојна, независна монетарна политика (како во услови на таргетирање на девизниот курс. Главните два **недостатоци** на оваа стратегија лежат токму во монетарните препоставки врз кои оваа стратегија почива. (1) На краток рок, врската помеѓу монетарниот растеж и стапката на инфлација знае да има нестабилен и променлив карактер (факт кој е признат и истакнат од страна на монетаристите), со што значително се намалува примената на монетарното таргетирање за краткорочна стабилизација на економијата.

Тоа се должи на нестабилноста на побарувачката на пари поради бројни причини, меѓу кои дерегулацијата и либерализацијата на финансиските пазар, иновациите во технологијата итн. Симултаното напуштање на оваа стратегија во развиените економии во 1980-тите се должи токму врз големата нестабилност на побарувачката на пари и слабата врска помеѓу монетарните агрегати и инфлацијата; (2) Неможноста на централната банка да оствари цврста контрола врз паричната маса,

бидејќи парите имаат ендеген карактер, односно нивното движење е под влијание на други важни фактори врз кои монетарните власти немаат контрола, како што се: приватната побарувачка за кредити, финансиските инструменти, движењето на меѓународниот капитал, трансакциите на тековната сметка.

Покрај овие две главни причини се напомуваат и **други причини**, како што се: целосното занемарување на другите информации за варијаблите од кои, исто така, зависи инфлацијата што ја прави оваа стратегија неефикасна и неоптимална; различната еластичност на побарувачката на пари и номиналната потрошувачка; нестабилноста на инструментите на монетарната политика која настанува во случај на примена на краткорочните каматни стапки чии чести промени може да имаат негативен ефект врз финансиските пазари; и трошоците на дезинфлацијата, односно дека со дезинфлацијата (доколку има кредибилитет), обично се зголемува побарувачката на пари, додека монетарниот растеж е ограничен со поставените таргети и не може да се зголеми соодветно. При што, примената на ова стратегија води до премногу високи реални каматни стапки и последователно високи дезинфлациони економски трошоци. Меѓутоа, овие причини не се апсолутни поради фактот што ако во една земја оваа стратегија не се покажала како ефикасна, не значи дека нејзината примена во друга земја нема да ги даде потребните резултати. Денес, **ЕСВ**, на пример, го идентификува растот на МЗ како прв “столб” на нејзината стратегија на монетарна политика.

Друг често споменуван таргет е **девизниот курс**. Како и номиналната понуда на пари, девизниот курс е тесно поврзан со стапката на инфлација ЕСВ го третира девизниот курс како компонента на вториот “столб” на стратегијата на монетарната политика. Некои централни банки се обидуваат да ги фиксираат или стабилизираат пазарните каматни стапки или девизниот курс. Таков беше случајот со Европскиот монетарен систем кој постоеше од 1979 до 1998 година. Многу земји од Источна и Централна Европа, исто така спроведуваа стратегија за таргетирање на девизниот курс со цел да ги стабилизираат цените. Имено, со прифаќањето на девизниот курс како главен интермедијарен таргет на монетарната политика, централната банка се обврзува да одржува фиксна вредност на домашната валута во однос на една или неколку други странски валути. На тој начин, сите домашни номинални големини (понудата на пари, каматните стапки итн.) се врзуваат за соодветните варијабли во земјата која служи како сидро, со што, *de facto*, во домашната економија се усвојува монетарната политика од

земјата - сидро. Оваа стратегија е многу привлечна за макроекономска стабилизација во земји каде што домашната монетарна политика не може самостојно да обезбеди ниска инфлација, па затоа со врзувањето на девизниот курс се прави обид да се “увезе” ниска инфлација од странство. Пред сè, во отворени економии, фиксирањето на девизниот курс служи како ефективно номинално сидро кое многу брзо може да ги стабилизира домашните цени.

Предностите на оваа стратегија се: (1) отстрануваат инфлаторните тенденции кои значајно се зголемуваат поради порастот на девизниот курс кој директно влијае врз трошоците на увезените производни фактори и на тој начин директно води кон пораст на домашните цени; (2) се фиксираат цените на разменливите производи и на тој начин дополнително се влијае врз домашната инфлација; (3) фиксните девизни курсеви ја дисциплинираат монетарната и фискалната политика, која не може постојано да води експанзивна политика, бидејќи тоа ќе ги исцрпи девизните резерви, а тоа ќе резултира во пропаст на режимот на фиксни девизни курсеви. На тој начин, се поставуваат граници до кои може да се движи домашниот монетарен растеж кој не може да ја надмине реалната побарувачка за пари; (4) се решава проблемот со злоупотребата на дискреционата политика, бидејќи девизниот курс делува како автоматско правило во водењето на монетарната политика; (5) таргетирањето на девизниот курс предизвикува ефект на сигнализирање со тоа што дава јасен сигнал кон јавноста за цврстата решеност на централната банка да ја елиминира инфлацијата и е особено изразена во земји каде што има силна распространестост на употребата на странската валута како пресметковна единица; (6) оваа стратегија се карактеризира со информативна предност, бидејќи претставува едноставен систем со еден покаател во кој насоката на монетарната политика може да се следи само преку една големина – девизниот курс.

Имено, девизниот курс дава точни информации за монетарната политика. Во оваа стратегија, монетарната политика се одликува со едноставност и разбирливост, бидејќи под мотото “за цврста валута” лесно и разбирливо за јавноста се објаснува потребата за стабилна и кредибилна монетарна политика. Оттука, фиксирањето на девизниот курс е веројатно наједноставниот и најтранспарентен систем со силно влијание врз инфлационите очекувања.

Недостатоците на оваа стратегија се: (1) губење на можноста за водење на самостојна, независна монетарна политика, бидејќи со врзување на девизниот курс,

централната банка во потполност ја усвојува монетарната политика од странската земја – сидро и се откажува од шансата за неутрализирање на домашните реални и монетарни шокови. Дополнително на ова, сите шокови кои ја погодуваат земјата – сидро директно се пренесуваат во домашната економија. Пример, пренесувањето на рецесијата од Германија во земјите членки на Механизмот на девизни курсеви (Exchange - rate mechanism – ERM) во почетокот на 1990 – тите што сведочи за енормните трошоци кои настанаа со изгубената независност на монетарните власти и неможноста да се превземат мерки за борба против шоките. (2) оваа стратегија предизвикува ап्रेसијација на реалниот девизен курс, што понатаму води кон влошување на надворешната рамнотежа и на крајот – напуштање на режимот на врзани девизни курсеви.

Ова настанува во почетниот период од воведувањето на стабилизационата програма на врзување на девизниот курс како ендогена карактеристика на програмата која не може да се избегне. Главната опасност кај оваа стратегија лежи во нејзиното применување во долг период, т.е. пропуштање на вистинскиот момент за нејзино напуштање. Поради овие слабости се препорачува после неколку месечна примена на оваа стратегија да се напушти и да се замени со некоја пофлексибилна форма; (3) во услови на слободно движење на меѓународниот капитал, врзаниот девизен курс е подложен на шпекулативни напади на домашната валута кои предизвикуваат големи трошоци (загуби во девизните резерви и остри девалвации); ⁹¹(4) критичарите напомуваат дека фиксниот девизен курс малку помага во подобрувањето на кредибилитетот на монетарната политика кога постои јак мотив за инфлаторно однесување на носителите на економската политика; (5) постои проблем кога како номинално сидро се применува варијабла која е подложна на промените на очекувањата и која е под влијание на бројни други фактори кои се надвор од кругот на монетарната политика.⁹²

Според **Dornbusch** (1986, стр. 6-11) се напомуваат три услови за успешна стабилизација преку таргетирање на девизниот курс: **прво**, монетарните и фискалните фундаменти мора да бидат во согласност со девизниот таргет; **второ**, да се вложи максимален напор за политиката на наемнините да биде конзистентна со таргетот; и

⁹¹ Примети на шпекулативни напади и валутни кризи: Англија, септември 1992 година, Мексико, декември 1994; Шведска, ноември 1992 година, Чешка, мај 1997 година итн.

⁹² Подетално види Горан Петревски (2005): "Монетарната политика, Теорија и искуството на Македонија", Здружение за социо – економски развој, стр. 131 - 161

трето, мора да се блокира намалувањето на девизните резерви под дејство на шпекулативните напади. Исто така, треба да се внимава реалниот девизен курс да не апресирира повеќе од 10%. При појава на силни екстерни шокови кои доведуваат до значајна реална апресијација, оправдано е централната банка да ја напушти оваа стратегија со цел да ги неутрализира негативните ефекти од екстерните шокови.

Во поново време, сè поголем интерес привлекува стратегијата на **таргетирање на инфлацијата**, во која се настојува директно да се нападне инфлацијата, без посредство на другите варијабли. Имено, оваа стратегија се наметнува како алтернативна стратегија во која централната банка е јасно фокусирана кон стабилноста на цените, но во исто време, таа задржува одредена флексибилност во водењето на монетарната политика. Во рамките на оваа стратегија, централната банка јавно врши објава на експлицитни, нумерички таргети за стапката на инфлација во наредниот период, при што таа има обврска да се грижи за остварување на поставените таргети, исклучувајќи ја примената на интермедијарни таргети, како што се монетарните агрегати и девизниот курс, и активна примена на сите информации неопходни за ефикасна контрола на инфлацијата.

Почетниот чекор во примената на оваа стратегија се состои во детерминирање на квантитативен таргет за стапката на инфлација која носителите на политиката сакаат да ја остварат во следниот период. Вака поставениот таргет постанува безусловна обврска за централната банка која ќе настојува со сите можни расположливи информации и инструменти да го оствари. Оттука, централната банка користи стратегија со повеќе индикатори што значи дека таа не се потпира само врз монетарните агрегати и девизниот курс или некој друг интермедијарен таргет, туку врз основа на сите расположливи информации ги следи инфлаторните притисоци во економијата и донесува одлуки за соодветни акции.

Предности на оваа стратегија се: (1) монетарната е фокусирана директно кон стабилноста на цените; (2) обезбедува дисциплина во водењето на монетарната политика односно ја елиминира инфлаторната наклонетост; (3) ја ослободува централната банка од политички притисоци; (4) обезбедува номинално сидро за формирање на инфлационите очекувања и за движењето на цените и наемнините; (5) таргетот е едноставен, јасен и лесно разбирлив за јавноста со што се подобрува комуникацијата со јавноста; (6) овозможува има голема транспарентност; (7) обезбедува прецизно следење на перформансите на централната банка со што ја

зголемува нејзината одговорност; (8) монетарната политика задржува одредена независност односно флексибилност; (9) не се потпира врз само една варијабла, туку ги користи сите расположливи варијабли и (10) експлицитно води сметка за временските задоцнувања на ефектите на монетарната политика.

Како и при монетарното таргетирање, така и при оваа стратегија пожелно е да бидат исполнети **два предуслови** за нејзина ефикасна примена и тоа: (1) централната банка да има целосна слобода во примената на сите инструменти за остварување на таргетот и да биде ослободена до сите политички притисоци за следење на други цели, како стабилизирање на девизен курс, стимулирање на растежот и друго. Имено, централната банка треба да биде ослободена од: фискална доминација (да нема обврска да ја финансира владата) и конфликтот на цели (стабилноста на цели да преставува доминантна и приоритетна цел на монетарната политика). (2) централната банка да има техничка оспособеност за да ја предвидува идната инфлација, знаење за трансмисиониот механизам на монетарната политика и временските задоцнувања кои настануваат со ефектите на монетарната политика и постоење на квантитативен модел за релативно точно предвидување на идната инфлација.

Недостатоците поврзани со оваа стратегија се: (1) несовершена контрола врз инфлацијата, поради проблемот со временските задоцнувања на ефектите на монетарната политика и влијанието на непредвидливите шокови врз кои монетарната политика нема никакво влијание. (2) проблемот на нестабилност на инструментите на монетарната политика кој настанува поради потребата од честа манипулација со каматните стапки, заради дејството на реалните шокови и промените на побарувачката во пари, кое води кон дестабилизација на економијата и уште поголеми промени во инструментите на монетарната политика; (3) го намалува кредибилитетот на монетарната политика поради дејството на бројни фактори кои се надвор од контрола на монетарната политика кои доведуваат до чести отстапувања на краток рок на реализираната инфлација од таргетирана, што може да предизвика сомневање кај јавноста во поглед на компетенциите на централната банка и нејзината решителност да ја одржува инфлацијата на стабилно ниво; (4) проблем со можноста за набљудување на постапките на централната банка и оценката на нејзината одговорност, при што несовершената контрола врз инфлацијата лесно може да доведе до замаглување на одговорноста на централната банка; (5) примената на оваа стратегија ригидно, без притоа да се води сметка за другите цели, како што се економскиот раст, може да

доведе до негативни последици на реалната економија, при што како решение се наметнува и редовна грижа и за стабилизација на производството.

Со цел да се избегнат проблемите со примената на оваа стратегија се сугерира наместо да се таргетира тековната инфлација, како интермедијарен таргет да се користи предвидената инфлација.

За жал, ниту таргетите не се под директна контрола на централната банка. Централните банки употребуваат **инструменти**, кои ги контролираат со голема прецизност и преку кои влијаат врз остварувањето на таргетите. Главни инструменти кои централната банка ги користи за управување со понудата на пари се: **операции на отворен пазар, стапка на задолжителна резерва и политика на дисконтна стапка**. Овие инструменти уште се нарекуваат **квантитативни** затоа што со нив се регулира потребната количина пари во опток.

Политиката на отворен пазар се заснова на купо-продажба на државни обврзници од страна на централната банка, а во зависност од конкретната состојба во којашто се наоѓа економијата. На пример, ако во земјата постои **инфлација**, државата ќе мора да извлече дел од парите во опток со цел да се смири стопанската активност и да се заузда инфлацијата. Затоа, државата преку централната банка ќе продава државни обврзници – со што ќе ја намалува монетарната база⁹³ и понудата на пари – и ќе влијае врз намалување на инфлаторниот притисок на парите. Продажбата на средства на јавноста од страна на централната банка се нарекува **продажба на отворен пазар**. Спротивно, во случај на **рецесија**, поради слабата агрегатна побарувачка и забавената економска активност, централната банка ќе купува државни обврзници со цел да ја заживее економијата и да ја зголеми монетарната база и понудата на пари. Купувањето на средства од страна на централната банка се нарекува **купување на отворен пазар**.⁹⁴ Овој инструмент е повеќе застапен во земјите со развиен пазар на капитал и развиен пазар на хартии од вредност.

Политика на дисконтна стапка се состои во давање на резервите на заем од страна на централната банка на банките со цел да ја зголеми ликвидноста на банките и понудата на пари. Каматната стапка што централните банки ја наплатуваат за

⁹³ **Понудата на пари** се пресметува како $M = CU + DEP$ (каде што CU се готови пари во оптек и DEP се банкарски депозити). **Монетарната база** има две употреби: дел од монетарната база се чува во вид на пари кај јавноста (готови пари во оптек), а остатокот како резерви кај банките. Оттука, монетарната база е еднаква на збирот на овие две или $BASE = CU + RES$. Централната банка го контролира износот на монетарната база, но не ја контролира директно понудата на пари.

⁹⁴ Терминот отворен пазар се однесува на фактот што трансакциите на централната банка со јавноста се вршат на редовните пазари на средства кои се отворени и се користат од страна на јавноста.

резервите на заем на комерцијалните банки се нарекува **дисконтна стапка**. Имено, гланата причина за создавањето на ФЕД беше да се намалат негативните последици од финансиските кризи со тоа што ФЕД требаше да настапува како кредитор во крајна инстанца – односно да биде подготвен да ги дава резервите на заем на банките секогаш кога имаат потреба од готовина за да ги задоволат депонентите, или за задоволување на обврската за минимум резерви.⁹⁵ Овој инструмент е најзначаен во земјите со недоволно развиен финансиски пазар, односно неразиен пазар на хартии од вредност, каде комерцијалните банки се во огромна зависност од централната банка. Имено, со цел да ја регулира потребната количина пари во оптек, централната банка има можност да ја регулира дисконтната стапка со нејзинот зголемување (во случај на инфлација) и намалување (во случај на рецесија).

Оваа регулација во монетарната теорија се нарекува дисконтната политика. Ако централната банка оцени дека масата на пари во оптек е поголема од потребната, тогаш на зголемува каматната стапка. Со покачувањето на дисконтната стапка кредитите на централната банка стануваат поскапи со што се намалува интересот на комерцијалните банки за позајмување од централната банка. На овој начин се намалува нивниот кредитен потенцијал и се ограничува процесот на креирање на пари. Ситуацијата е обратна во случај на намалување на дисконтната стапка. Преку зголемениот интерес за позајмување поради поволните каматни услови, се зголемува кредитниот потенцијал на банките и понудата на пари и на тој начин се остварува целта на банката – зголемување на парите во оптек.

Кога економијата е во состојба на висока инфлација, централната банка води политика на висока дисконтна стапка, а за време на рецесија води политика на ниска дисконтна стапка. Дисконтната политика е многу корисна во регулацијата на каматните стапки на пазарот на пари. Покрај тоа, таа има влијание и врз каматните стапки на кредитите кои комерцијалните банки им ги даваат на своите комитенти. Оттука, согледуваме дека оваа политика има огромно значење врз целата структура на каматни стапки, како на долг рок, така и на краток рок. Сепак, честото позајмување од централната банка се смета како лош сигнал за одредена банка во поглед на нејзиното работење, па оттука и поретко се решаваат на овој начин за зголемување на ликвидноста.

⁹⁵ Ben S. Bernanke, Andrew B. AbeCroushore (2008): “Macroeconomics”, p. 530-569.

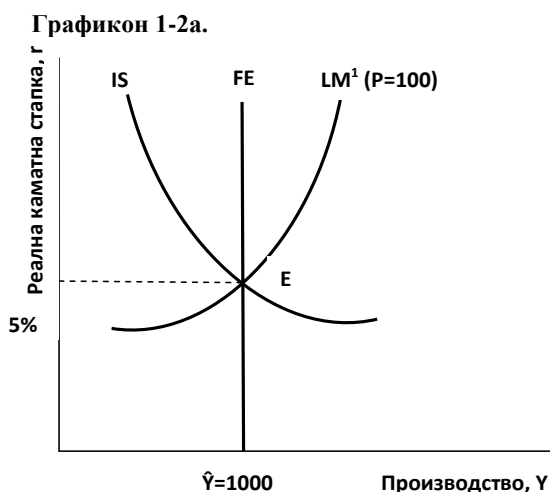
Политиката на задолжителна резерва е стандарден инструмент на централната банка која ги обврзува банките и штедилниците да издвојуваат средства на сметките кај централната банка. Основната функција на овој инструмент е стабилизирање на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари, управување со понудата на пари и нивото на кредитна мултипликација и намалување на структурниот вишок на ликвидност. Во Македонија таа изнесува 10% за обврски во домашна валута, 20% за обврски во домашна валута со валутна клаузула и 13% за обврски во странска валута.

2.2. Класични наспроти кејнзијански верзии за монетарната политика во IS – LM моделот

Главната дебата помеѓу класичните и кејнзијанските пристапи поврзани со монетарната политика се темели на двете основни прашања: (1) Колку брзо економијата ја достигнува општата рамнотежа? и (2) Кои се ефектите на монетарната политика врз економијата?⁹⁶ Одговорот на овие прашања најасно и наједноставно се изложува преку основниот макроекономски учебнички модел, а тоа е IS – LM моделот.

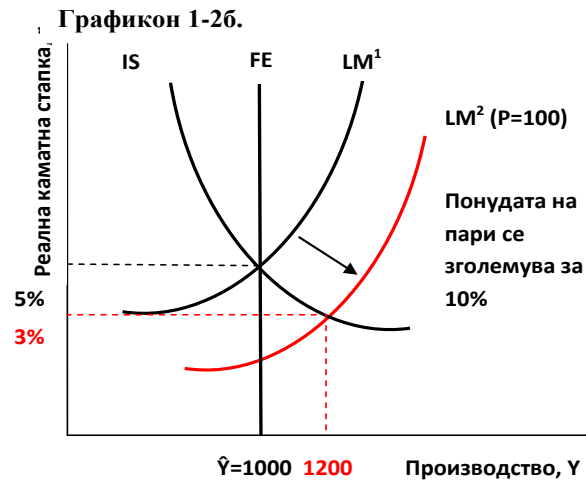
2.2.1 Приспособување на цените и самокоригирачката економија

Во рамките на анализите кои се остварени во IS – LM моделот се донесе генерален заклучок дека економијата се доведува во состојба на генерална рамнотежа со приспособување на нивото на цените. Од графички аспект, доколку пресекот на кривите IS-LM лежи десно од линијата FE – така што агрегатното количество на побарувани стоки го надминува производството при целосна вработеност, како што е прикажано на Графикон 1-2б. – во тој случај нивото на цени ќе расте. Порастот на P ја поместува кривата LM нагоре, намалувајќи го количеството на побарувани стоки, се додека сите три криви не се



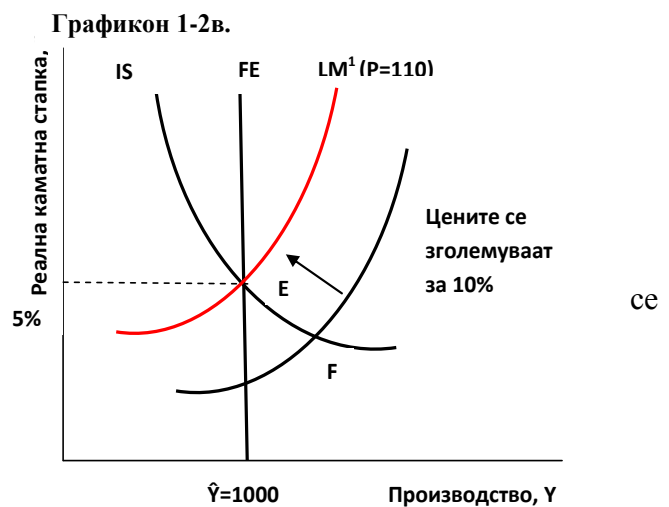
⁹⁶ Ben S. Bernanke, Andrew B. A. and Croushore, D. (2008): “Macroeconomics”, Chapter 14, Monetary Policy and Federal Reserve System, p. 316-350..

пресечат во точката на општа рамнотежа, како на Графикон 1-2б. Спротивно на ова, доколку пресекот на IS-LM лежи лево од линијата на целосна вработеност – така што посакуваната потрошувачка на стоки е под нивотот на производство кое го максимизира профитот на фирмите – во тој случај фирмите ќе ги намалат цените.⁹⁷ Намалувањето на цените ја зголемува реалната понуда на пари



и ја поместува кривата LM надолу, сè додека повторно сите три криви не се пресечат враќајќи ја економијата во состојба на општа рамнотежа (Графикон 1-2в). Она што преставува контроверзно во макроекономијата, како и извор на жестока дебата, е брзината со која настанува процесот на прилагодување на цените при економско нарушување што би требало да ја врати економијата во генерална рамнотежа.

Според класичната претпоставка дека цените се флексибилни, процесот на приспособување е брз. Кога цените флексибилни, економијата е ефективно-самокоригирачка автоматски враќајќи се на ниво на целосна вработеност после шокот кој



поместил од општата рамнотежа. Имено, ако фирмите одговорот на зголемената побарувачка со зголемување на цените, а не со привремено зголемување на производството, процесот на приспособување би настанал веднаш. Според спротивното кејнзијанско гледиште, бавното приспособување на цените (и на наемнините, цена на работната сила) може да спречи постигнување на општа рамнотежа за подолг период. Кога економијата е во нерамнотежа, кејнзијанците тврдат

⁹⁷ Исто, Макроекономија, стр. 333-334.

дека производството е определено од нивото на агрегатна побарувачка, претставена со пресекот на кривите IS-LM, економијата не се наоѓа на линијата за полна вработеност FE и пазарот на работната сила не е во рамнотежа. Оваа претпоставка за бавно приспособување на цените и последователна нерамнотежа на пазарот на работна сила, ја разликува кејнзијанската верзија за моделот IS-LM од класичната верзија.

2.2.2 Монетарната неутралност

Друго прашање, тесно поврзано со прашањето за тоа колку брзо економијата ја достигнува општата рамнотежа, е прашањето како промената на номиналната понуда на пари влијае на економијата. Имено, откако економијата ја постигнува општата рамнотежа, порастот на номиналната понуда на пари нема ефект врз реалните варијабли како што се производството, вработеноста или реалната каматна стапка, но го зголемува нивото на цени. Економистите велат дека постои **монетарна неутралност**, односно дека парите се неутрални, ако промената на номиналната понуда на пари пропорционално го менува нивото на цени, но во исто време нема ефект врз реалните променливи. Анализите во IS-LM моделот го потврдуваат ова гледиште, како што е прикажано на Графикон 1-2б и Графикон 1-2в). Практичното значење за монетарната неутралност е предмет на обемна дискусија и од класичарите и од кејнзијанците. Повторно, основното прашање е брзината на прилагодување на цените.

Според стандардното класично стојалиште, монетарната експанзија брзо се пренесува на цените и има транзитoren ефект врз реалните варијабли, односно економијата брзо се движи од состојбата на општа рамнотежа кон состојбата прикажана на Графикон 1-2б и Графикон 1-2в, притоа поминувајќи малку време во состојбата на нерамнотежа прикажана на Графикон 1-2б. Кејнзијанците се сложуваат дека парите се неутрални откако цените целосно ќе се придвижат, но имаат верување дека поради бавното приспособување на цените, економијата може да биде долг период во нерамнотежа. За време на овој период, зголемената понуда на пари предизвикува зголемување на производството, вработеноста и побарувачката, а опаѓање на реалната каматна стапка (споредба на Графикон 1-2а со Графикон 1-2б). Накусо, кејнзијанците веруваат во монетарната неутралност на долг рок (по приспособувањето на цените), но не и на краток рок. Класичарите го прифаќаат и стојалиштето дека парите се неутрални дури и на релативно краток рок.

2.3 Креирање на монетарната политика во практика

Анализата на IS-LM моделот или на AD-AS на монетарната политика сугерираат дека користењето на монетарната политика за да се влијае врз производството и цените е релативно едноставна работа: сè што треба централната банка да направи е да ја промени понудата на пари доволно за да ја помести кривата LM или кривата AD во посакуваната точка. Меѓутоа, во секојдневието, имплементирањето на монетарната политика е сложен и постојан процес. Две важни практични прашања со кои носителите на политиката мора да се справат се **доцнењата на ефектите на монетарната политика врз економијата и несигурноста на каналите преку кои функционира монетарната политика.**

2.3.1 Доцнење на ефектите на монетарната политика

Доколку промените во понудата на пари веднаш би доведувале до промени во производството или цените, користењето на монетарната политика за стабилизирање на економијата би било релативно лесно. Централната банка едноставно би требало да ги приспособи инструментите на својата политика сè додека економијата не постигне целосна вработеност со стабилни цени. За жал, повеќето емпириски податоци велат дека треба да помине долго време промените на монетарната политика да влијаат врз економијата. Имено, најпрвин поминува одредено време од појавата на одредено нарушување во економијата до негово забележување кое се нарекува **задоцнување во воочувањето** (recognition lag), потоа се губи одредено време додека централната банка донесе одлука согласно воочената појава во економијата што се нарекува **задоцнување во донесување на одлука** (decision lag) и времето потребно за таа одлука да се примени во практика односно **задоцнување во превземање акција** (action lag), кое се состои во тоа што мерките на монетарната политика делуваат со одредено задоцнување врз економијата. Откако ќе настанат внатрешните задоцнувања, настанува надворешното задоцнување, кое е во директна корелација со временското одложување на ефектите на дискреционите монетарни мерки врз економијата (**impact lag**). Имено, ова задоцнување е временски дистрибуирано со тоа што на почетокот ефектите се мали, постепено се зголемуваат и кумулираат, за на крај да започнат тренд на намување и да се загубат. Задоцнетите ефекти на монетарната политика произлегуваат од самиот трансмисионен механизам.

Според ова, потребно е определено време за каматните стапки да реагираат на промените на монетарната политика, потоа, агрегатната побарувачка да реагира на каматните стапки, за на крај цените да реагираат на агрегатната побарувачка. Главно, овие задоцнувања се должат на постоењето на одредени слабости во економската структура и тоа: **Прво**, постоењето на голем број **номинални договори** (колективни договори за наемнините, договорени цени со деловните партнери, кредити со фиксни каматни стапки и друго) кои се склучиле за определено време и не можат да бидат раскинати по потреба на монетарната политика. Согласно ова, ако во меѓувреме се промени насоката на монетарната политика, тоа нема да доведе до истовремено менување на овие варијабли со што ефектите на монетарната политика ќе дојдат до израз после извесен временски период.

Второ, високите трошоци за менување на одлуките ги спречуваат економските агенти веднаш да ги променат цените, па поради тоа чекаат да помине извесно време за да се уверат дали мерките на монетарната политика се привремени или трајни. **Трето**, неизвесноста во врска на **изворот на промените на цените**. На пример, цените може да се зголемуваат поради монетарната експанзија или поради промените во побарувачката на одредени производи, но економските агенти да не можат веднаш да воочат на што се должи таа промена на цените. **Четврто, бавното менување на очекувањата на економските агенти** заради потребата од нови информации и околности за да ги променат очекувањата.

Големiot број емпириски истражувања укажуваат дека монетарната политика влијае врз номиналните и реалните варијабли со одредено задоцнување, кое се разлика од земја во земја или од период до период. Во развиените земји задоцнувањето на ефектите на монетарната политика врз економијата се движи од 20 до 24 месеци, додека во земјите во развој тоа изнесува од шест месеци до една година. Големите задоцнувања во операциите на монетарната политика го прават тешко прецизното користење на овој инструмент. Заради овие големи задоцнувања централната банка не може да ги базира своите одлуки само врз тековното ниво на производството и инфлацијата.

Наместо ова, централната банка мора да се обидува да предвиди што економијата ќе прави во идните 6 месеци до 2 години – и да води политика врз основа на овие прогнози, односно монетарната политика мора да биде **свртена кон иднината** (forward-looking) и да реагира **превентивно** на секој најмал знак за можни инфлаторни

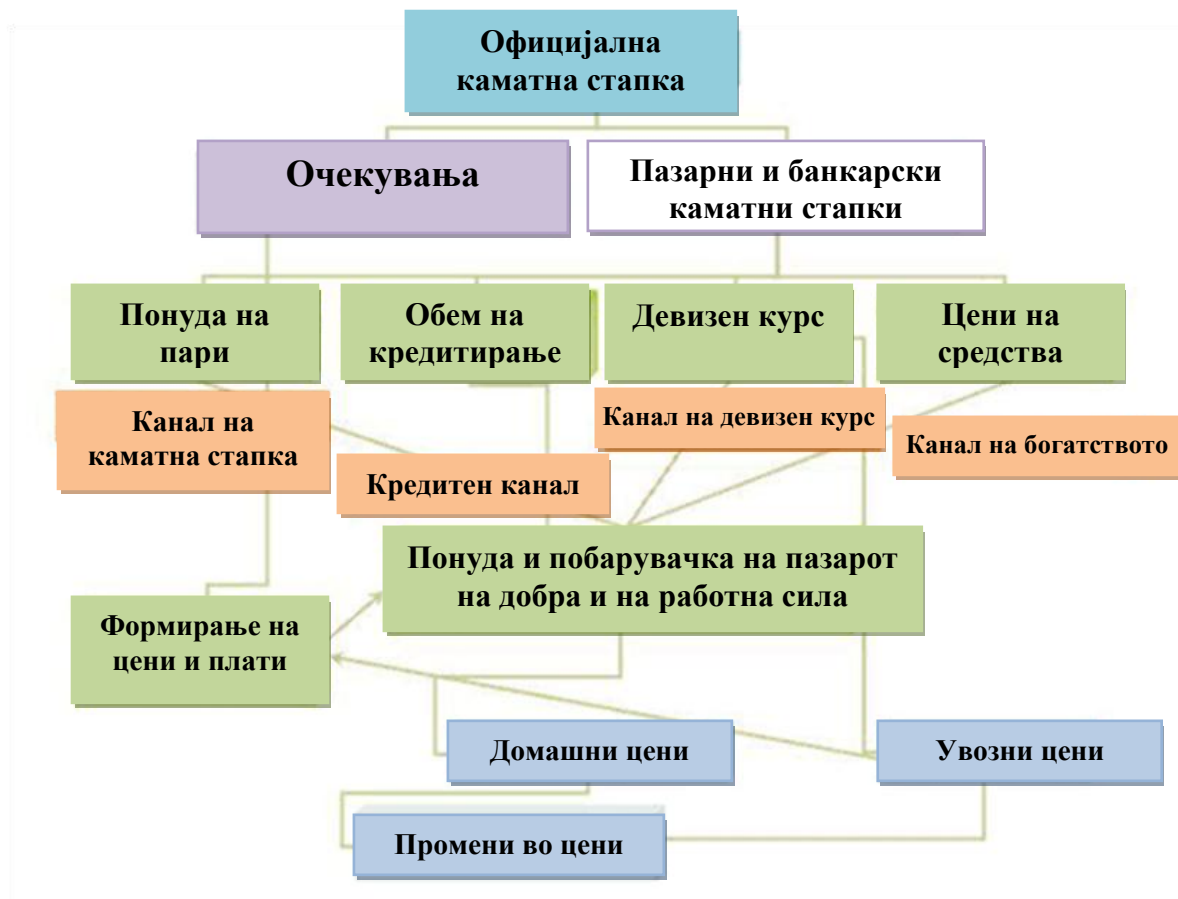
движења. Бидејќи економските прогнози често не се точни, креирањето на монетарната политика некогаш е поврзано со обидот да се управува брод во густа магла.

2.3.2 Канали за пренос на монетарната политика (трансмисионен механизам)

Друг проблем со кој се соочуваат носителите на монетарната политика е прецизното утврдување на влијанието на монетарната политика врз економијата. Процесот преку кој одлуките на монетарната политика влијаат врз економијата и цените се нарекува **трансмисионен механизам на монетарната политика**. Индивидуалните врски преку кои импулсите на монетарната политика се пренесени врз економијата се познати како трансмисии канали.

Главните канали на трансмијата на монетарната политика се поставени во едноставна, шематска форма, како на слика 2-2. До денес идентификувани се четири канали преку кои монетарната политика влијае врз економската активност и цените, а тоа се: **Прво**, според кејнзијанската анализа IS-LM, намалувањето на понудата на пари ги зголемува реалните каматни стапки, кои пак, ја намалуваат агрегатната побарувачка.

Графикон 2-2.



Намалувањето на агрегатната побарувачка доведува до опаѓање на производството и цените. Ефектите од монетарната политика врз економијата кои функционираат преку промените на реалните каматни стапки се нарекуваат **канал на каматната стапка на монетарната политика**. **Второ**, во отворени економии, рестриктивната монетарна политика го зголемува реалниот девизен курс. Повисокиот реален девизен курс, со тоа што ги прави домашните стоки поскапи за странците, а странските стоки поевтини за домашното население – ја намалува побарувачката за нето-извозот на домашната земја. Ако сè друго е непроменето, оваа намалена побарувачка за нето-извозот, исто така, ја намалува агрегатната побарувачка, производството и цените. Ефектите од монетарната политика кои функционираат преку промените на реалниот девизен курс се наречени **канал на девизниот курс**.⁹⁸

Трето, според некои економисти затегнувањето на монетарната политика, исто така, функционира преку намалувањето и на понудата и на побарувачката за кредити, механизам кој се нарекува **кредитен канал на монетарната политика**. Овој канал во поглед на ефектите што ги предизвикува се раздвојува во два различни канали:

1. **Канал на банкарски кредити (Bank lending channel):** одлуките на монетарната политика на централните банки влијаат врз трошоците за рефинансирање на комерцијалните банки. Банките се склони да ги пренесат промените на нивните клиенти. Ако трошоците за финансирање се намалат, потрошувачката и инвестициите се зголемуваат, придонесувајќи до забрзување на растот и инфлацијата. Сепак, при зголемување на каматните стапки, ризикот дека некои должници нема да можат да ги вратат своите заеми може да се зголеми до тој степен што банките ќе прекинат да им одобруваат заеми на овие должници. Како последица на ова, должниците ќе бидат принудени да ги скратат планираните трошоци.
2. **Канал на билансот на состојба (Balance sheet channel):** Монетарната политика може да има директно влијание врз корпоративната политика, затоа што компаниите може да се задолжуваат со цел да се подобри повратот на капитал се додека повратот на долг – во однос на каматната стапка – е понизок од повратот на средства. Оттука, показателот за поврат на

⁹⁸ Gaspar, Vitor, and Frank Smets (2002), “Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilisation,” working paper, European Central Bank.

средствата е пондерирана аритметичка средина на повратот на капитал и долгот, кои се соодветно пондирани со учеството на капиталот и долгот во вкупните средства. Последователно на ова, пониските каматни стапки го подобруваат повратот на капитал. Заради оваа причина, непрофитабилните претпријатија може да покажат позитивен поврат на капитал. Сепак, ова може да го зајакне влијанието на каматните стапки врз инвестиционите одлуки, што се наведува како ефект на финансиски акцелератор.

Четврто, ефектите на монетарната политика кои се пренесуваат преку цените на богатството/имотот се нарекуваат **канал на богатство** (wealth channel). Импулсите на монетарната политика се исто така пренесени преку цените на средствата, како што се акциите и недвижниот имот. Флукуациите на пазарот на акции или пазарот на недвижности кои се предизвикани од промените на монетарната политика имаат значајни влијанија врз вкупната економија.⁹⁹ Експанзивната монетарна политика доведува до пад на каматните стапки, што ги прави обврзниците помалку атрактивни од акциите и последователно влијае врз зголемување на побарувачката за акции, а со тоа и на цените на акциите. Спротивно на ова, намалувањето на каматната стапка го поефтиниува финансирањето на недвижности, предизвикувајќи цените на недвижниот имот да се зголемуваат. Постојат три различни типови на трансмисиони механизми кои ги вклучуваат цените на средствата:

1. **Ефекти на инвестициите (Investment effects):** Теоријата на Тобин¹⁰⁰ објаснува важен механизам преку кој движењата во цените на акциите може да имаат влијание врз реалните варијабли. Тобиновиот q коефициент се дефинира како однос помеѓу пазарната вредност на фирмата и трошокот за замена на постоечкиот капитал. Ако овој коефициент е висок, пазарната вредност на фирмата е поголема од трошокот за замена на постоечкиот капитал, со што новите постројки и опреми се поефтини во однос на пазарната вредност на фирмата. Компаниите тогаш ќе емитираат акции и ќе добијат високи цени за

⁹⁹ Svensson, Lars E.O. (2001c), "Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability," in Deutsche Bundesbank, ed., The Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe, Palgrave, New York

¹⁰⁰ Џејмс Тобин, во 1969 година ја постави Тобиновата q теорија според која инвестициите се позитивно поврзани со односот помеѓу пазарната вредност на една фирма и вредноста за замена на нејзиното ниво на капитал.

акциите, наспроти трошоците за постројки и опрема кои веќе ги поседуваат. Во овој случај на фирмите им се исплати да инвестираат, бидејќи сега ќе може да се купи релативно поголем обем на нови добра и услуги со мал број на акции. Намалувањето на каматната стапка доведува до пораст на цените на акциите, со што ќе се намалат трошоците на фирмите за капитал и последователно ќе се зголемат инвестициите. Имено, ако $g = 1,2$, значи дека фирмата која троши 100 единици за инвестиции во постројки и опрема ја зголемила својата пазарна вредност за 120 единици. Со тоа, вредноста на инсталираната опрема се зголемува за 20%. Кога $q < 1$, не постои поттик за инвестирање, туку има поттик за дезинвестирање, односно расходување или напуштање на производниот капацитет.

2. **Ефекти на богатството (wealth effects):** Моделот на животен циклус на Модилјани (Modigliani's life cycle model) наведува дека потрошувачката е детерминирана од животните ресурси на потрошувачите. Овие ресурси на животен циклус се состојат главно од финансиски средства, пред сè акции и недвижен имот. Намалувањето на каматните стапки предизвикува пораст во цените на акциите и недвижностите, со што соодветно се зголемува богатството на домаќинствата. Во исто време, се зголемуваат ресурсите на животен циклус на потрошувачите кои доведуваат до пораст во потрошувачката, агрегатната побарувачка и благосостојбата.
3. **Ефекти на билансот на состојба (Balance sheet effects):** Зголемувањето на цените на акциите и недвижностите влијае врз подобрување на билансите на состојба на фирмите и домаќинствата. Повисоката нето-вредност се смета како повисок колатерал за кредитирање на компании и домаќинства. Ова за возврат го зголемува кредитирањето, инвестициите и агрегатната побарувачка.

Постојат спротивставени мислења за релативната важност на овие различни канали на монетарната политика. Тоа, пак, го зголемува проблемот што го имаат носителите на политиката при оценување на тоа колку “затегната” или пак “лабава” е монетарната политика во одреден временски период. На пример, претпоставете дека централната банка (FED) уvidува дека реалните каматни стапки во моментов се високи, но дека доларот паѓа. Дали монетарната политика е затегната или не? Тешко е да се каже освен ако не ги знаеме релативните сили на каналот на каматни стапки и на

каналот на девизен курс. Слично на ова, претпоставете дека реалната каматна стапка е ниска (што сугерира на лабава монетарна политика), но давањето и земањето на заеми е обично слабо (што сугерира на рестриктивна монетарна политика).

Повторно, сигналите се спротивставени, а оценката за тоа дали монетарната политика е експанзивна, или контрактивна зависи и од релативната сила на различните канали. “При дискутирањето на многу проблеми од практичното креирање на монетарната политика, ние не сакаме да кажеме дека е невозможно постоење на добра монетарна политика. Всушност, американската политика во последните 20 години даде многу добри резултати, како на пример, релативни и стабилни стапки на инфлација и невработеност. Сепак, оваа дискусија илустрира зошто креирањето на монетарната политика е наречена “повеќе уметност, отколку наука” .(Ben S. Bernanke, 2008).

2.4. Основните девет принципи врз кои се заснова оптималната монетарна политика

Мишкин¹⁰¹ издвојува **девет научни принципи**, кои смета дека се пресудни за оптимално водење на монетарната политика и финансиската стабилност, а тоа се: **(1)** Инфлацијата секогаш и насекаде е монетарен феномен; **(2)** Ценовната стабилност има значајни бенефиции; **(3)** не постои долгорочна замена помеѓу невработеноста и инфлацијата; **(4)** очекувањата играат клучна улога во детерминирањето на инфлацијата и во трансмисијата на монетарната политика на макроекономијата; **(5)** реалните каматни стапки мора да растат заедно со повисоката инфлација, односно Тејлоровото правило; **(6)** монетарната политика е предмет на проблемот на временска неконзистентност; **(7)** независноста на монетарната политика помага во подобрување на ефикасноста на монетарната политика; **(8)** обрзувањето на силно номинално сидро е од централно значење во остварувањето на добри монетарни резултати; и **(9)** финансиските недоразбирања играат важна улога во бизнис циклусите. Првите осум принципи се битни елементи на она што се нарекува **нова неокласична синтеза** (New neoclassical synthesis, Goodfriend and King, 1997) и беа прифатени и признати од страна на речиси сите академски економисти и банкари.

Последниот принцип кој гласи дека финансиските несогласувања играат значајна улога во бизнис циклусите не е експлицитен дел од моделите за политичка

¹⁰¹ Frederic S. Mishkin (2011): “Monetary Policy Strategy: Lessons form the Crisis”, Working paper 16 755, NBER, p.3-12

анализа во централните банки, но беше добро разбран од страна на многу, иако не сите монетарни власти. Важноста да се истакнат овие принципи доаѓа од бројните дебати кои се распламтија со настанувањето на Големата Рецесија во август 2007 година, која успеа да го насочи аналитичкото светло и кон ефикасноста на монетарната политика и нејзината пресудна улога како прва дефанзивна линија во услови на финансиска криза.

Имено, сè до појавата на светската финансиска криза во 2007 година, постоеше генерален консензус кај централните банки во поглед на најголем дел од елементите на монетарната стратегија и монетарната политика се сметаше како многу успешна во OECD земјите, не само со ниска инфлација, туку и со слаба варијабилност на инфлацијата. Покрај ова, варијабилноста во аутпутот значајно се намали во овие земји и периодот од раните 1980-ти беше наречен **“Голема умереност”** (Great Moderation). Потоа, започнувајќи во август 2007 година, светот беше погоден од она што Alan Greenspan, поранешен гувернер на ФЕД, го нарече за време на сведоштвото во Конгресот **“еднаш во векот кредитно цунами”** (once-in-a-century credit tsunami). Цунамито од финансиската криза во 2007-2009 година, не само што ја срамни со земја економската активност и ги создаде најтешките светски економски падови од времето на Големата Депресија, туку, исто така, ја заслабна довербата во способноста на централните банки успешно да управуваат со економијата. Во продолжение ќе ги разгледаме основните принципи врз кои почива оптималната монетарна политика.

1. Инфлацијата е секогаш и секаде монетарен феномен.

До 1950-тите и 1960-тите години, поголем дел од макроекономистите имаа консензус во врска со макроекономските флукуации според кој се минимизираше улогата на монетарните фактори. Значаен дел од овој консензус се должеше на последиците од Големата Депресија и појдовните гледишта на **Кејнс** и неговото револуционерно дело, во кое се нагласува дека намалувањето на агрегатната побарувачка е изворот на депресијата и дека улогата на фискалните фактори е можниот лек. Спротивно на ова, истражување на **Милтон Фридман** и други економисти, што стана познато како **“монетарната” традиција** (Friedman and Meiselman, 1963; Friedman and Schwartz, 1963a,b) припиша поголем дел од економската слабост на депресијата на сиромашните одлуки на монетарната политика и генерално тврдеше дека растот на паричната маса беше клучна детерминантна на вкупната економска

активност, а особено на инфлацијата.¹⁰² Со текот на времето, ова истражување, како и предвидувањата на Фридман дека експанзивната монетарна политика во 1960-тите ќе доведе до висока инфлација и високи каматни стапки (Фридман, 1968), имаше големо влијание врз економската наука, со тоа што речиси сите економисти се согласија со поговорката на Фридман дека “инфлацијата е секогаш и секаде монетарен феномен” (Friedman 1963, p.17), сè додека инфлацијата се однесува на одржлив раст на нивото на цени (Mishkin, 2010a).¹⁰³ Најважниот белег на оваа мисла беше дека монетарните власти станаа свесни дека нивната најголема одговорност е да ја држат инфлацијата под контрола.¹⁰⁴

2. Ценовната стабилност има значајни бенефиции

Со порастот на инфлацијата во 1960-тите и 1970-тите години, економистите, јавноста и политичарите, започнаа да водат дискусија за високите трошоци на инфлацијата.¹⁰⁵ Високата инфлација ја поткопува улогата на парите како средство за размена со тоа што има улога на данок на готовината која домаќинствата и фирмите ја држат кај себе. На врвот на листата на недостатоци на инфлацијата се наоѓа и фактот дека окружувањето со висока инфлација доведува до прекумерни инвестиции во финансискиот сектор, што овозможува одредени поединци и бизнисмени да избегнат дел од трошоците на инфлацијата. Инфлацијата доведува до неизвесност за релативните цени и идното ниво на цени, со што го отежнува донесувањето на правилни деловни одлуки на фирмите и поединците, а со тоа и значително ја намалува економската ефикасност. (Lucas, 1972; Briault, 1995).

¹⁰² Friedman, Milton, and David Meiselman (1963). “The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958” in *Stabilization Policies*, a Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit. Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall, pp. 165-268.

¹⁰³ Иако инфлацијата може да се карактеризира како монетарен феномен, значајно е да се признае водството на фискалната политика во однос на монетарната политика кога постои фискална доминација, односно состојба кога државните буџетски дефиците стануваат толку големи што започнуваат да вршат значаен притисок врз монетарните власти да ја прошират понудата на пари со цел да ги исплатат државните трошоци (монетарно финансирање). Имено, монетарните власти ќе можат да ја држат инфлацијата под контрола само кога владите ќе водат одговорни и одржливи фискалните политики во кои нема да постои простор за фискална доминација. Вообичаениот став е дека фискалната доминација е ретка карактеристика на напредните земји, туку наместо тоа е исклучиво одлика на земјите во развој. Сепак, неодамнешните масивни државни буџетски дефицити во развиените земји и неподготвеноста на политичарите во овие земји да се справат со неодржливите фискални позиции, може да индицира дека фискалната доминација е опасност дури и за напредните економии.

¹⁰⁴ Mishkin, Frederic S. (2010a). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 9th ed. Boston: Addison-Wesley.

¹⁰⁵ Fischer, Stanley (1993). “The Role of Macroeconomic Factors in Growth,” *Journal of Monetary Economics*, vol. 32 (December), pp. 485-512.

Интеракцијата на даночниот систем и инфлацијата, исто така, влијае врз зголемување на нарушувањата кои негативно влијаат врз економската активност (Feldstein, 1997). Неантиципираната инфлација предизвикува редистрибуција на богатството и високата инфлација има тенденција да биде придружена со варијабилна инфлација, овие нарушувања може да ги зголемат значително трошоците на позајмување. Конечно, некои домаќинства несомнено не ги разбираат целосно ефектите на генералниот тренд на цените – тоа значи, тие може да страдаат од номинална илузија – што го прави финансиското планирање потешко.¹⁰⁶ Вкупниот ефект на овие нарушувања постанува целосно почитуван во текот на 1970-тите и препознавањето на високите трошоци на инфлацијата доведе до ставот дека ниска и стабилна инфлација може да го зголеми нивото на ресурсите кои се продуктивно имплементирани во економијата.

3. Не постои долгорочна замена помеѓу невработеноста и инфлацијата

Трудот што го публикуваа во 1960 година **Paul Samuelson and Robert Solow (1960)** тврдеше дека работата на A.W. Phillips (1958), која стана позната како Филипсова крива (Phillips curve), укажува на постоење на долгорочна замена помеѓу невработеноста и инфлацијата и дека оваа замена треба да биде земена предвид. Согласно на ова гледиште, носителите на политиката ќе треба да одлучат помеѓу две конфликтни (натпреварувачки) цели – инфлацијата и невработеноста – и да одлучат колку висока стапка на инфлација ќе прифатат со цел да постигнат пониска стапка на невработеност. Всушност, Samuelson and Solow дури спомнуваат дека несовршената цел од стапка на невработеност од 3% би можела да биде постигната при она што тие сметале дека претставувало не-толку-висока стапка на инфлација од 4-5 % на годишно ниво. Оваа размислување било влијателно и веројатно имало придонес во силниот активизам во монетарните и фискални политики кои биле насочени кон доведување на економијата до нивоа на вработеност, кои гледано во ретроспектива, не биле одржливи. Впрочем, економската слика во доцните 1960-ти преку 1970-тите не беше

¹⁰⁶ Економската теорија имплицира дека инфлацијата може да биде или премногу висока или премногу ниска. Дискусијата ги истакна трошоците кои се поврзани со високата инфлација. Но, постојат, исто така, потенцијално важни трошоци кои се поврзани со стапките на инфлација кои се премногу ниски. На пример, Akerlof, Dickens, and Perry (1996) укажуваат дека ниската номинална ригидност на платите може да резултира во сериозни тешкотии за економските перформанси во некои времиња кога инфлацијата е премногу ниска. Друго истражување покажа дека долната граница на номиналните каматни стапки која е блиску до нула може да ја намали економската ефикасност ако инфлацијата е премногу ниска (на пример, Reifschneider and Williams, 2000). Eggertsson and Woodford (2003) дискутираат за стратегии со кои ќе може да се одговори на проблемот со каматни стапки блиску до нула.

баш среќна: инфлацијата се забрзала со стапки на инфлација кои во САД и другите индустриски земји достигнале нивоа над 10% во 1970-тите години, водејќи до она што се нарекувало “Големата инфлација” (“The Great Inflation”).

Замената која беше предложена од Samuelson and Solow беше жестоко оспорена од страна на **Milton Friedman (1968) and Edmund Phelps (1968)**, кои независно тврделе дека не постои замена на долг рок помеѓу невработеноста и инфлацијата: наместо тоа, економијата ќе гравитира кон некоја природна стапка на невработеност на долг рок без оглед на тоа колку ќе изнесува стапката на инфлација. Со други зборови, долгорочната филипсова крива ќе биде вертикална и секој обид да се намали невработеноста под нивото на природната стапка ќе резултира во повисока инфлација. Хипотезата на Friedman-Phelps за природната стапка на невработеност беше веднаш прифатена и влијателна, како и доволно брзо инкорпорирана во формалните економетриски модели. Оттука, централните банки го прифатија стојалиштето за “no-long-run-trade off”, според кое ниската инфлација значително придонесува за подобрување на ефикасноста, а оттука и за повисока вработеност на долг рок.

4. Очекувањата играат круцијална улога во макроекономијата

Клучен аспект на Фридман-Фелпс хипотезата за природна стапка беше тоа дека одржливата инфлација може првично да ги збуни фирмите и домаќинствата, но на долг рок одржливата инфлација нема да ја зголеми вработеноста бидејќи очекувањата за инфлацијата ќе се прилагодат на било која одржлива стапка на пораст на цените. Започнувајќи во раните 1970-ти, револуцијата на рационалните очекувања беше лансирана во серија на документи од страна на **Роберт Лукас (1972, 1973 и 1976 година)**¹⁰⁷ во кои тој покажа дека очекувањата на јавноста и пазарот за политичките акции имаат важни ефекти скоро врз секој сектор во економијата.¹⁰⁸

Теоријата за рационални очекувања нагласува дека економските агенти треба да бидат водени од оптимизирачко однесување, а со тоа и нивните очекувања за идните варијабли треба да бидат со оптимално предвидување (најдобра претпоставка за иднината) во кое се вклучени сите расположливи информации. Бидејќи

¹⁰⁷ Lucas, Robert E. (1972). “Expectations and the Neutrality of Money,” *Journal of Economic Theory*, vol. 4 (April), pp. 103-24.

¹⁰⁸ Трудовите на Лукас постанаа многу влијателни во 1973 година, кога прв пат беа презентирани на Карнеги-Рочестер конференцијата. Имајте на ум дека иако Muth (1961) ја воведо идејата за рационалните очекувања 10 години порано, неговата работа остана во голема мера незабележана сè до лансирањето на трудовите на Лукас.

оптимизирачкото однесување утврдено од страна на рационалните очекувања укажува дека очекувањата треба брзо да одговорат на новите информации, рационалните очекувања сугерираат дека долгиот рок може да биде доста краток, така што обидите да се намали невработеноста под стапката на природна невработеност може многу брзо да води кон повисока инфлација. Основниот увид во револуцијата на рационалните очекувања е дека очекувањата за идната монетарна политика имаат важно влијание врз еволуцијата на економската активност. Како резултат на ова, систематската компонентна на акциите на носителите на монетарната политика – компонентната која може да биде антиципирана – игра клучна улога во водењето на монетарната политика. Поточно, управувањето со очекувањата за идната политика постана централен елемент во монетарната теорија согласно скорешните синтенизи на Michael Woodford (2003).¹⁰⁹ И овој исказ има далекусежни импликации, на пример, во однос на типовите на систематско однесување на носителите на политиката кои најверојатно се во склад со макроекономската стабилност и раст.¹¹⁰

5. Тејлоровото правило е потребно за ценовна стабилност

Препознавањето дека економските резултати зависат од очекувањата на монетарната политика укажува дека оценувањето на политиката бара споредба на економските перформанси под различни правила на монетарната политика.¹¹¹ Еден тип на правило кое има добиено огромно влијание во литературата претставува **Тејлоровото правило** (Taylor, 1993), кое ја опишува монетарната политика како поставување на каматна стапка за прекуноќ (overnight bank rate), на пример, “federal funds rate” во САД како одговор на отстапувањата на инфлацијата од своето посакувано ниво или таргет (инфлационен јаз) и отстапувањето на аутпутот од

¹⁰⁹ Навистина, една импликација на рационалните очекувања во светот на флексибилни плати и цени беше предлогот за неефикасна политика, кој посочи дека ако монетарната политика е антиципирана нема да има реални ефекти врз аутпутот, туку само неантиципираната политика би можела да има значајно влијание. Покрај тоа што доказите за предлогот поврзан со неефикасна политика се покажаа слаби (Barro, 1977; Mishkin, 1982a,b, 1983), револуцијата на рационалните очекувања што укажува на тоа дека влијанието на монетарната политика врз економијата е под значајно влијание на тоа дали инфлацијата е предвидена или не, постана широко прифатена.

¹¹⁰ Се разбира, препознавањето дека управувањето со очекувањата е централен елемент во монетарната политика, го покренува во прв план кредибилитетот на монетарните власти да го направат она што тие велат дека ќе го направат. Тоа не ја намалува, сепак, важноста на акциите на монетарните власти бидејќи “делата зборуваат погласно од зборовите”. На монетарните власти ќе им се верува само ако тие превземат мерки кои ќе бидат конзистентни со начинот на кој сакаат очекувањата да бидат управувани.

¹¹¹ Иако Лукас (1976) беше критика за тогашната – тековна практика на користење на економетриски модели за да се оценат специфичните политички акции, тоа доведува до заклучок дека анализата на монетарната политика треба да вклучува споредба на економските перформанси кои произлегуваат од различни правила.

неговото потенцијално ниво (производствен јаз). Taylor (1993) истакна дека постоење на правило од овој тип има пожелни својства и дека особено ќе ја стабилизира инфлацијата ако коефициентот на инфлациониот јаз е поголем од еден.

Овој заклучок стана познат како “Тејлоров принцип” (Woodford, 2001) и наједноставно може да биде опишан преку тврдењето дека стабилизационата монетарна политика мора да ги зголеми номиналните каматни стапки за поголем износ отколку порастот на инфлацијата. Со други зборови, инфлацијата ќе остане под контрола само ако реалните каматни стапки се зголемат како одговор на зголемувањето на инфлацијата. Иако, Тејлоровото правило денес ни изгледа сосема очигледно, оценките на Тејлоровото правило, како оние на Clarida, Gali and Gertler (1998), индицира дека за време на 1960-тите и 1970-тите многу централни банки, вклучувајќи ја и ФЕД, го прекршија Тејлоровото правило, што резултираше во “Голема инфлација” (Great Inflation) што многу земји ја искусија во текот на овој период.¹¹² Навистина, како што растеше инфлацијата во САД, реалните каматни стапки се намалуваа.¹¹³

6. Проблемот на временска неконзистентност е релевантен за монетарната политика.

Друг важен развој во науката на монетарната политика кој произлезе од револуцијата на рационални очекувања беше откритието за важноста на проблемот за временска неконзистентност во рамките на трудовите на Kydland and Prescott (1977), Calvo (1978), and Barro and Gordon (1983). Проблемот на временска неконзистентност може да настане ако монетарната политика која се спроведува на дискрециона, секојдневна основа доведе до влошување на долгорочните резултати, наместо, употребата на политичко правило. Особено, политичарите може да западнат во искушение да ја искористат краткорочната замена на инфлацијата и невработеноста на Филипсовата крива, но приватните агенти, свесни за ова искушение, ќе ги прилагодат очекувањата со цел да ја антиципираат експанзивната политика, така што тоа ќе резултира само во повисока инфлација без соодветно зголемување на вработеноста.

¹¹² Спротивно на ова, Orphanides (2003) тврди дека ФЕД се придржувала на Тејлоровото правило, но водела премногу експанзивна политика во текот на овој период, главно поради големите и перзистентни погрешни перцепции во врска со нивото на потенцијален аутпут и природната стапка на невработеност.

¹¹³ На пример, оценките на Mishkin (1981, 1992).

Со други зборови, без механизам за целосна и цврста посветеност на остварување на зацртаните обврски (commitment mechanism), носителите на монетарната политика може да постанат неспособни за доследно спроведување на оптималниот плат со текот на времето, така што оптималниот план може да биде временски неконзистентен и набрзо да биде напуштен. Верувањето во временската неконзистентност доведе до голем број на релевантни согледувања во врска со однесувањето на централната банка – како што е важноста на репутацијата (формализирано во концептот за **рамнотежен углед** – reputational equilibria) и институционалниот дизајн.

7. Независноста на централната банка ги подобрува макроекономските перформанси

Потенцијалниот проблем со временската неконзистентност доведе голем број на истражувања да ја проучуваат важноста на институционалните карактеристики со цел да го подобрат механизмот на кредибилна посветеност на централните банки во борбата за ниска инфлација. Можеби најзначајното истражување беше она кое покажа дека независноста на централната банка, барем во некои димензии, е многу важна за одржување на ниска инфлација. Правото на централните банки независно да ги одредуваат инструментите на монетарната политика може да помогне во изолирање на краткорочниот притисок за остварување замена помеѓу невработеноста и инфлацијата, а со тоа и можност да се избегне проблемот на временска неконзистентност.¹¹⁴

Имено, некои докази ја потврдуваат претпоставката дека макроекономските перформанси се подобруваат кога централните банки имаат поголема независност. Така, при испитување на влијанието на независноста на централните банки врз инфлацијата во одредени индустријализирани земји кои биле рангирани од најнизок до највисок степен на законска независност, резултатите покажале дека перформансите на инфлацијата биле најдобри во земјите со највисок степен на независност на централните банки (Alesina and Summers, 1993; Cukierman, 1993;

¹¹⁴ Пример за тоа како проблемот на временска неконзистентност може да се моделира како последица на политички притисок, види Mishkin and Westelius (2008). **Независноста**, исто така, ја изолира централната банка од миопијата која може да биде карактеристика на политичкиот процес. Покрај ова, независноста ја зголемува веројатноста дека централната банка ќе биде ориентирана кон иднината (forward looking) и соодветно ќе допушти долги задоцнување од акциите на монетарната политика до инфлацијата во поставувањето на нејзините политички инструменти.

Fischer, 1994; and surveys in Forder, 2000, and Cukierman, 2006)¹¹⁵ Во демократско општество каде што јавноста остварува контрола врз активностите на владата, а носителите на монетарната политика одговорно ги извршуваат своите законски обврски, се смета дека целите на монетарната политика треба да бидат поставени од страна на избраната влада.

Иако основните демократски принципи противречат на поставувањето на целите на монетарната политика од страна на владата, прашањето за тоа дали треба да се постават целите за краток или среден рок сеуште е поконверзно. На пример, аранжман во кој владата ја определува стапката на инфлација на краток рок или таргетот на девизниот курс кои би се менувале секој месец или секој квартал лесно би можело да води до сериозен проблем на временска неконзистентност во кој би преовладувале краткорочните цели.

Сепак, овој проблем во практика не е толку сериозен. Пример за тоа се многу земји во кои владата поставува годишен таргет на инфлацијата, а таргетот ретко се менува штом еднаш ќе се постигне стабилноста на цени. Притоа, владите би можеле да манипулираат со целите на монетарната политика во замена за остварување на краткорочни политички цели, но не се решаваат на тоа, особено ако процесот на поставување на цели е многу транспарентен.¹¹⁶

Сепак, задоцнувањето на монетарната политика до инфлацијата е техничко прашање кое централната банка врз основа на нејзината поставеност ефикасно го решава. Така, на пример, одлуката во поглед на времето што е потребно инфлацијата да се врати на нејзиното долгорочно ниво, неминовно бара проценка и експертиза за објаснување на процесот на инфлација и неговата интеракција со реалната активност. Оваа потреба за проценка и експертиза бара централната банка да постави сет на среднорочни цели, бидејќи брзината со која ќе се остваруваат целите првенствено ќе

¹¹⁵ Една студија на случај, која обезбедува зачудувачки пример за придобивките на независноста се појави со доделување на инструментот на независност на Банката на Англија, во мај 1997 година (Mishkin and Posen, 1997; Bernanke, Laubach, Mishkin and Posen, 1999); Пред тој ден, Канцеларот на касата (министерот за финансии) го постави инструментот на монетарната политика, а не Банката на Англија. Во текот на 1995-96 година, стапката на инфлација на мало во Велика Британија (RPIX) беше приближно блиску до 3 %, но распонот помеѓу приносите на номиналните и индексирани обврзници со рок на траење од 10 години, беа значително повисоки и се движеа во соодветен интервал од 4 до 5%, одразувајќи ги инфлаторните очекувања на инвеститорите и надоместувачките премии за проценетиот ризик во 10-годишниот хоризонт. Имено, очекуваната инфлација значително се намали на денот кога владата ја објави независноста на Банката на Англија и оттогаш тие останаа на значително пониско ниво.

¹¹⁶ Calvo, Guillermo A. (1978). "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," *Econometrica*, vol. 46 (no. 6), pp. 1411-28.

зависи од задоцнувањата на монетарната политика. Дали поставувањето на среднорочните таргети на инфлацијата треба да биде од страна на владата или државата и понатаму останува отворено прашање за дискусија.

8. Кредибилната посветеност на номинално сидро промовира стабилност на цените и производството

Неспособноста на монетарната политика да ја зголеми вработеноста на долг рок, важноста на очекувањата, придобивките на ценовната стабилност и проблемот со временската неконзистентност се причините поради кои **кредибилната посветеност на номинално сидро**, односно стабилизацијата на номиналните варијабли како што се стапката на инфлација, понудата на пари или девизниот курс, **е круцијална за водење на успешна монетарна политика**. Институционалната посветеност на ценовна стабилност преку воспоставувањето на номинално сидро обезбедува рамнотежа на проблемот на временска неконзистентност, бидејќи ја зголемува јасноста дека централната банка мора да се фокусира на долг рок и оттука да одолее на искушението да следи краткорочни експанзивни политики кои се неконзистентни со номиналното сидро. Посветеноста на номинално сидро може, исто така, да ја охрабри владата да ја зголеми фискалната одговорност и на тој начин да ја поддржи ценовната стабилност. На пример, постојаните фискални нерамнотежи, во отсуство на силно номинално сидро доведоа некои држави, особено во помалку развиените економии, да прибегнат кон инфлаторен данок – издавање/печатење на пари за да се платат добрата и услугите, што доведува до поголема инфлација и со тоа неконзистентност на стабилноста на цените. Посветеноста на номинално сидро, исто така, доведува до политички акции кои промовираат ценовна стабилност, која пак помага во промовирање на економската ефикасност и раст.

Кредибилната посветеност на номинално сидро помага да се стабилизираат инфлаторните очекувања, со што се намалува веројатноста од појава на “inflation scares” (страв од инфлација), што доведува до брз скок на очекуваната инфлација и каматните стапки. (Goodfriend, 1993).¹¹⁷ Стравот од инфлацијата доведува до лоши економски резултати, бидејќи порастот на инфлаторните очекувања не само што

¹¹⁷ Goodfriend, Marvin (1993). “Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979-1992,” Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, vol. 79 (Winter), pp. 1-24.

доведува до повисока фактичка инфлација, туку и до затегнување на монетарната политика, што често доведува до голем пад во економската активност.

Оттука, кредибилната посветеност на одредено номинално сидро преставува клучен елемент во успешното управување на очекувањата, како и клучна карактеристика на новата неокласична синтеза (Goodfriend and Kind, 1997; Clarida, Gali, and Gertler, 1999; Woodford, 2003). Политиката на успешната посветеност на номинално сидро доведе не само до создавање на постабилна инфлација, туку и до пониска нестабилност на аутпутот. (Fatás, Mihov, and Rose, 2007; Mishkin and Schmidt-Hebbel, 2002, 2007).¹¹⁸Посветеноста на номинално сидро, исто така, може да помогне во стабилизирање на производството и вработеноста. Поточно, во состојба на контрацикличен шок на страната на побарувачката, монетарните власти ќе одговорат со намалување на краткорочните номинални каматни стапки. Меѓутоа, ефикасноста на таквите политички акции може да биде спречена, доколку долгорочните очекувањата за инфлацијата не се цврсто вкоренети. На пример, ако приватниот сектор стане помалку сигурен за долгорочните изгледи на инфлацијата, тогаш зголемувањето на премијата за инфлаторен ризик може да ги зголеми долгорочните каматни стапки за многу поголем износ од зголемувањето на очекувана инфлација.

Повисоката премија за инфлаторен ризик ќе направи нагорен притисок врз реалниот трошок за долгорочно финансирање на домаќинствата и фирмите (чии должнички договори се скоро секогаш изразени во номинални услови) и со тоа делумно може да го неутрализира претходниот монетарен стимул. Оттука, поставеноста на централната банка на начин која целосно ги вклучува долгорочните очекувања за инфлацијата може да направи важен придонес кон ефикасноста на мерките на монетарната политика, кои се канализирани кон стабилизирање на економската активност во услови на негативен шок на страната на побарувачката.

9. Финансиските фрикции имаат значајна улога во бизнис циклусот

Истражувањата што покажаа како асиметричните информации можат да го попречат ефикасното функционирање на финансискиот систем (Akerlof, 1970; Mayers and Majluf, 1984; and Greenwald, Stiglitz, and Weiss, 1984) укажаа на **важната врска помеѓу флукуациите на бизнис циклусот и финансиските фрикции**

¹¹⁸ Fatás, Antonio, Ilian Mihov, and Andrew K. Rose (2007). "Quantitative Goals for Monetary Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39 (August), pp. 1163-76.

(недоразбирања). Во случај кога шоките на финансискиот систем ја зголемуваат информационата асиметрија до степен кога финансиските фрикции достигнуваат драматична големина, тогаш настанува финансиска нестабилност и неможност на финансискиот систем ефикасно да ги канализира средствата до оние субјекти кои имаат продуктивни инвестициски можности, како и потенцијален ризик за настанување на сериозна економска криза. (Mishkin, 1997).

Поновото разгледување на трудовите на Irving Fisher's (1933)¹¹⁹ за Големата Депресија доведе до препознавање на фактот дека **финансиската нестабилност навистина одигра централна улога во колапсот на економската активност во тој период** (Mishkin, 1978; Bernanke, 1983; and Calomiris, 1993).¹²⁰ Емпириските докази, исто така, цврсто го поткрепија стојалиштето дека најтешките економски падови на бизнис циклусите се секогаш придружени со финансиска нестабилност, не само во развиените земји, туку и во земјите во развој. (Mishkin, 1991, 1996). Дури и пред кризата, повеќето централни банки имаа свесност дека финансиските нарушувања можат да бидат многу штетни за стопанството, при што ова ги објаснува вонредните и неконвенционални мерки кои ги применија централните банки во текот на сегашната криза со цел да ги поткрепат и зајакнат финансиските пазари (Mishkin, 2011).¹²¹

Сепак, макроекономските модели кои се користат за политичка анализа и предвидување на идните економски движења, без разлика дали тоа се DSGE моделите (DSGE - Dynamic Stochastic General Equilibrium) или традиционалните макроеконометриски модели како FRBUS кои се користат во ФЕД, не допуштаат соодветно вклучување на влијанијата на финансиските фрикции и пореметувањата врз економската активност во рамките на моделот.

2.5. Монетарната политика во макроеконометриски модели

Макроекономистите на 1950-тите и 1960-тите години посветија огромен напор во проценување на сеопфатните емпириски модели на комплетниот макроекономски систем. Една од целите на овие модели беше да се оценат ефектите на алтернативните макроекономски политики, вклучувајќи ја и монетарната политика, врз целокупната

¹¹⁹ Fisher, Irving (1933). "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, vol. 1 (October), pp. 337-57.

¹²⁰ Mishkin, Frederic S. (1983). *A Rational Expectations Approach to Macroeconomics: Testing Policy Ineffectiveness and Efficient Markets Models*. Chicago: University of Chicago Press.

¹²¹ Mishkin, Frederic S. (2011). "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis," *Journal of Economic Perspectives—Volume 25, Number 1—Winter 2011—Pages 49–70*

економија. Модерните економетричари посочија неколку сериозни тешкотии со овој пристап на политичка анализа, но резултатите од овие студии помогнаа да се изгради конвенционална мудрост за ефектите на монетарната политика, која најверојатно продолжи да влијае во еволуцијата на поновите истражувања. Повеќето од овие модели се базираа на Кејнзијанската IS-LM рамка и Филипс кривата, која е додадена со цел да се утврди инфлацијата.¹²² Промените во монетарната политика (обично специфицирани како егзогени промени во резервите кои не се позајмуваат – “nonborrowed reserves”¹²³) влијаат врз понудата на пари со што се менува каматната стапка за да се урамнотежи побарувачката со понудата на пари. Промената на каматните стапки тогаш влијаат врз инвестициите и потрошувачката, што доведува до промени во аутпутот, и на крај, на цените.¹²⁴

Табелата 1-2 покажува симулирачки ефекти од зголемување на непозајмените резерви (NBR) во износ од 1 билион долари врз неколку макроекономски варијабли, користејќи четири макроеконометриски модели.¹²⁵ Имено, ако вкупниот износ на NBR изнесувал 20-30 билиони долари во 1960-тите, тогаш пораст од 1 билион долари би изнесувал од 3-5%. Додека резултатите значително се разликуваат низ моделите, неколку карактеристики се значајни. Прво, моделите се согласија повеќе за краткорочните ефекти на политиката отколку за долгорочните ефекти. Сите четири модели предвидуваат зголемување на реалниот аутпут во првите две години после настанување на монетарна експанзија.

Сепак, предвидувањата на моделите за петгодишниот хоризонт се разликуваат тргнувајќи од преголема експанзија па сè до непостоење на ефект врз значајната контракција на аутпутот. БНП од 1958 до 1960 година се движел помеѓу 500 и

¹²² Исклучок беше “St.Louis model”, кој беше развиен во Федералната резервна банка во Свети Луис, базирана на монетарната концепција на макроекономијата.

¹²³ “Non-borrowed reserves” – се банкарските резерви кои не се позајмени преку дисконтниот прозорец на ФЕД. Тие се пресметуваат како разлика помеѓу вкупните резерви на банката и позајмените резерви од ФЕД со дисконтната политика (централната банка). $NBR = R - BR$. Имено, R се вкупните резерви (reserves), а BR се резервите кои се позајмуваат преку дисконтниот прозорец (borrowed reserves). Тие се калкулираат секоја недела. Патекаата на овие резерви се постигнува преку инструментот операции на отворен пазар кој го води FOMC – каде преку купување и продавање на државни обврзници се контролираат овие резерви.

¹²⁴ Aviel Nagel, Jeffrey Parker (2003): “Empirical Macroeconomics: The Effect of Monetary Policy”, Department of Economics, Reed College, p.3-4

¹²⁵ Овие резултати се земени од Klein and Burmeister (1974), кои сумираат компаративни согледувања на својствата на различни макро модели. Моделите кои се прикажани погоре се селектирани за вклучување во табелата врз основа на споредливоста на нивните пријавени монетарни мултипликатори. Некои бројки кои се презентирани во оригинален износ повторно беа нормализирани заради споредбени цели.

800 билиони долари, така што износ од 5-8 во табелата би рефлектирал 1 % зголемување, во зависност од годината која е земена како база.

Табела 1-2. Симулирани ефекти од пораст на NBR од 1 билион долари

	Wharton Model*	DRI Model****	Hickman – Coen Model	Brooking Model*****
Ефектот врз реалниот аутпут (billions of 1958 dollars)				
После 1 година	+ 3.9	+6	+1.7	+1.8
После 2 години	+6.2	+9	+1.7	+3.2
После 5 години	+6.7**	-3	+0.4	-1.2
Ефектот врз краткорочните каматни стапки (процентуални поени)***				
После 1 година	-0.29	-0.75	HP	HP
После 2 години	-0.33	-0.5	HP	HP
После 5 години	-0.51**	-0.5	HP	HP
Ефект врз нивото на цени (процентуални поени)				
После 1 година	-0.1	0	+0.4	0.0
После 2 години	-0.1	+0.1	+0.6	+0.2
После 5 години	+0.1**	+0.4	+0.1	0.0

Извори: Wharton Model: Duggal, Klein, and McCarthy (1974), Табели 9, 11, and 12. DRI Model: Eckstein, Green, and Sinai (1974), Графикон 4 and 10. Hickman-Coen Model: Hickman, Coen, and Hurd (1974), Табела 3. Brookings Model: Schink (1974), Табела 1.

Забелешки:

*Мултипликаторите на монетарната политика кои се пријавени во Wharton model се просек на вредностите кои се објавени за почетните услови на висока и ниска вработеност.

**После 4 години.

*** 4-6 месеци комерцијални хартии на вредност за Wharton; 90 дена државни хартии од вредност за DRI (Treasury bills); нема резултати за каматните стапки во Hickman-Coen or Brookings models (HP).

**** Ефектите за DRI моделот се пријавени со помала прецизност бидејќи тие се прочитани од објавени бројки наместо од пресметани броеви во табела. Промените во цените се проценети како разлика помеѓу пријавените промени во номиналниот и реалниот БНП (GNP), конвертирани во процентуални промени претпоставувајќи почетно ниво на 700 билиони долари.

*****Ефектите на монетарната политика за Brookings моделот се претпоставени како разлика помеѓу симулациите на фискалната политика со или без монетарно прилагодување (monetary accommodation), која беше дефинирана како 500 милиони долари пораст во непозајмените резерви (NBR).

Двата модели во кои се прикажани ефектите на каматните стапки покажуваат **значителен и одржлив пад на краткорочните каматни стапки како резултат на монетарната експанзија**. Големината и траењето на овие проценети ефекти се чини голема во споредба со денешните модели. Конечно, не постои консензус во сите модели за ефектите на монетарната политика врз цените. Во Wharton and Brookings моделите, се чини дека нема никаков ефект, додека Nickman-Coen моделот предвидува мал краткорочен ефект и DRI моделот има мал ефект кој се зголемува со текот на времето. Отстапувањата на овие предвидувања од денешниот прифатен поим за долгорочна монетарна неутралност е силна. Моделот кој успеа да ја скрши сликата на тогашните економетриски модели беше Моделот на федералната резервна банка на Св. Луис (**St. Louis Federal Reserve model**), што се нарекува уште “iconoclast”. Во споредба со претежно доминантните Кејнзијански модели, овој модел имаше едноставна монетарна структура во однос на аутпутот, цените, другите варијабли поврзани со движењето на цените.

Квантитативното моделирање ја намали користа во текот на 1970-тите години поради две поврзани причини: **Прво**, некои од постојните модели, како што се Wharton and Brookings моделите, спектакуларно остварија неуспех во предвидување на стагфлацијата во 1970-тите. **Второ**, водечки макроекономисти насочија остри критики кон овие економетриски рамки. Lucas (1976) and Sargent (1981), на пример, тврдеа дека отсуството на пристап базиран на оптимизација во развојот на структурни равенки значи дека проценетите коефициенти во моделот најверојатно не беа непроменливи на промените во политичкиот режим или други видови на структурни промени. Слично на ова, Sims (1980) тврди дека отсуството на убедливи идентификациони претпоставки за да се реши големата симултаност (истовремено манифестирање) помеѓу

макроекономските варијабли, значеше намалување на довербата дека проценките за одредена варијабла ќе бидат стабилни во услови на различни режими. Овие моќни критики појаснуваат зошто економетриските модели кои се потпираа во голема мера на статистички односи од претходната ера, не ги издржаа структурните промени на 1970-тите.¹²⁶

Во 1980-тите и 1990-тите, многу централни банки продолжија да применуваат скратена форма на статистички модели за да остварат предвидување на економијата, кое претпоставува дека нема структурни промени и покрај сознанието дека овие модели не можат да се користат со сигурен степен на доверба за предвидување на резултатите на промените во политиките. Така, носителите на монетарната политика се наклонија кон комбинација на инстинкт, расудување и интуиција во проценките на различните политички патеки во економијата. Сепак, во последната декада, интересот за квантитативните макроекономски рамки за евалуација на монетарната политика значително се зголеми. Дерегулацијата на финансиските пазари и зголемената употреба на експлицитни политички правила и таргети ја направија монетарната политика повеќе транспарентна и интересна за економски анализи.

Она што го значително го олесни развојот на овие економетриски рамки беа **двете независни литератури** кои се појавија во одговор на падот на традиционалното макроекономско моделирање: **теоријата на новите кејнзијанци и теоријата на реалните бизнис циклуси**. Парадигмата на новите кејнзијанци се појави во 1980-тите како обид да се обезбедат микроекономски основи за клучните кејнзијански концепти, како што се: неефикасноста на вкупните флукуации, номиналната ригидност на цени и не-неутралноста на парите (за дискусија и референци, види Mankiw and Romer, 1991).¹²⁷ Моделите на оваа литература, сепак, беа типично статични и дизајнирани главно за квалитативни наспроти квантитативни анализи. Спротивно на тоа, теоријата на реални бизнис циклуси, која се развиваше истовремено, покажа како е возможно да се изградат квантитативно макроекономски модели исклучиво “од дното па нагоре” (bottom up) – односно, од експлицитно оптимизирачко однесување на индивидуално ниво (Prescott, 1986). Овие модели, сепак, се апстрахирани од монетарните и финансиските фактори, па оттука не можат да дадат одговор на прашањата кои се опишани погоре. Во овој контекст, новите рамки одразуваат природна синтеза на двата

¹²⁶ Jorgi Gali and Mark Getler: “Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation”, *Journal of Economic Perspective*, Volume 21, 2007, p.25-45

¹²⁷ Mankiw, N. Gregory, and David Romer. 1991. *New Keynesian Economics*. MIT Press; Cambridge, MA.

пристапи – Новите Кејнзијанци и Теоријата за реални бизнис циклуси. Генерално, прогесот е извонреден. Пред една деценија, беше незамисливо дека цврсто структурирани макроеконометриски модели ќе имаат толку надеж за вклучување на податоците на реалниот свет, а камоли да бидат од било каква употреба во процесот на монетарната политика.

Сепак, рамките кои се развиени неодамна предвидуваат, исто толку добро, колку и редуцираната форма на модели од претходната ера (на пример, Christiano, Eichenbaum, and Evans, 2005; Smets and Wouters, 2003, 2007).¹²⁸ Бидејќи овие модели имаат експлицитни теоретски основи, тие исто така можат да се користат за експерименти на контрацикличната политика. Убедлив сигнал дека овие модели ја поминаа критичната точка за кредибилитет е нивната широка употреба од страна на централните банки ширум светот. Додека овие модели се далеку од отстранување на неформалните димензии во процесот на монетарната политика, тие вклучуваат зголемена дисциплина во мислењето и комуникацијата со монетарната политика.

За да се зголеми сигурноста, се појавија некои нови развојни елементи помеѓу традиционалните макроеконометриски модели и новите поквалитетни модели. Економетриските рамки како што се: **Taylor (1979)¹²⁹ and Fuhrer and Moore (1995)** инкорпорираа неколку **важни карактеристики** кои недостасуваа во првиот бран на модели: 1) **Хипотезата на Фелпс и Фридман за природна стапка на невработеност** и непостоењето на долгорочна замена помеѓу инфлацијата и невработеноста, и 2) **рационалното формирање на очекувањата**. Сепак, во исто време, структурните односи на овие модели обично не се развиваат од индивидуална оптимизација.

Нето ефектот беше да се направат овие рамки подложни на некои од истите критики кои доведоа до уништување на претходната генерација на модели (Sargent, 1981).¹³⁰ Исто така, особено важно е да се нагласи дека во текот на последните 20 години имаше значаен напредок во Теоријата за динамична оптимизација и динамична општа рамнотежа (Dynamic optimization and dynamic general equilibrium theory). Да се комуницира на големо со професијата, поточно со помладата генерација на научници, можеби беше крајно неопходно за да се изградат 26 весници за економските перспективи на применетите макроекономски модели, кои ќе ги применуваат истите

¹²⁸ Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans. 2005. "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy." *Journal of Political Economy*, 113(1): 1–45.

¹²⁹ Taylor, John B. 1979. "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations." *Econometrica*, 47(5): 1267–86.

¹³⁰ Sargent, Thomas. 1981. "Interpreting Economic Time Series." *Journal of Political Economy*, 99(2): 213–48.

алатки и техники кои станаа стандардни во модерните економски анализи. Генерално, целта беше да се опишат основните елементи на новиот бран на макроекономски модели. Помеѓу другото, ние ја опишавме клучната разлика во однос на претходната генерација на макроекономски модели. При тоа, ние ја нагласивме помошта и корисноста што овие модели можат да и ја понудат на политиката. Конкретно, ние ќе ги потенцираме **двете клучни импликации** на овие економетриски рамки.

1. Монетарната трансмисија зависи критички од очекувањата на приватниот сектор за идната патека на инструментите на политиката на централната банка, краткорочната каматна стапка. Уште од појавата на револуцијата на рационалните очекувања, сосема е јасно дека ефектите на монетарната политика зависат од очекувањата на приватниот сектор. Оваа рана литература, како и да е, вообичаено проучуваше како формирањето на очекувањата влијае врз ефектите на привремена промена во понудата на пари врз реалните наспроти номиналните варијабли (Fischer, 1977; Taylor, 1980). Во овој поглед, новата литература се разликува во два важни начини. **Прво**, како што напомниме погоре, признава дека централните банки обично ги применуваат краткорочните каматни стапки како политички инструмент. **Второ**, во рамките на моделот, очекувањата за идните перформанси на економијата, вклучуваат структурни равенки, бидејќи овие вкупни односи се изградени врз основа на одлуки на индивидуални домаќинства и фирми, кои се свртени кон иднината. Како последица на ова, тековните вредности на вкупниот аутпут и инфлацијата не зависат само од тековниот избор на централната банка за краткорочната каматна стапка, туку и од антиципираната идна патека на овој инструмент. Практичната импликација на ова е дека начинот на кој централната банка ќе ги управува очекувањата на приватниот сектор за нејзината идна поставеност има значајни последици врз нејзината вкупна ефикасност. Со други зборови, во овие парадигми политичкиот процес е многу, ако не и повеќе, засегнат за комуникацијата на политиката за идните намери на транспарентен начин, како што е изборот на тековниот политички инструмент. Во однос на ова, овие модели обезбедуваат јасна причина зошто овие модели се насочени кон поголема транспарентност, која се чини дека се поактивно се применува од страна на голем број централни банки широм светот.

2. Природните (рамнотежа на флексибилни цени) вредности на аутпутот и реалните каматни стапки, обезбедуваат важни референтни точки за монетарната политика – и можат да флукутираат значително. Додека номиналните ригидности во овие нови модели се вметнати на еден поригорозен начин во споредба со претходно, останува вистина дека може да се дефинираат природните вредности на аутпутот и реалните каматни стапки што би произлегле во услови на рамнотежа, ако овие недоразбирања (фрикции) беа изоставени. Овие природни вредности обезбедуваат важни одредници, прво, бидејќи го одразуваат (ограниченото) ефикасно ниво на економска активност, а второ, бидејќи монетарната политика не е во можност да креира постојано отстапување од природните вредности без поттикнување на инфлаторни или дефлаторни притисоци. Во рамките на традиционалните рамки, природните нивоа на аутпут и реалните каматни стапки обично се моделираат како забавени трендови (smoothed trends). Во рамките на новите рамки тие се моделираат експлицитно. Поточно, едноставно кажано, тие одговараат на вредностите на аутпут и реални каматни стапки кои моделот на реален бизнис циклус би ги генерирал во услови на намалени фрикции, согласно претпоставените склоности и технологија. Како што теоријата на реални бизнис циклуси сугерира понатаму, овие природни нивоа може да варираат значително, со оглед на фактот дека економијата е постојано носена од “реални” шокови вклучувајќи-нафтени шокови, поместувања во темпото на технолошките промени, даночни промени и.т.н. Така, овие нови модели идентификуваат значаен предизвик за централните банки: следење на природната рамнотежа во економијата, која не е возможно да се набљудува директно.

2.5.1 Идентификување на монетарни шокови и нивните ефекти

Големо внимание, во модерната емпириска литература за монетарната политика се посвети на идентификување на монетарните шокови. Дефинирано на едноставен начин, **монетарните шокови** се промени во инструментот на монетарната политика, кои претставуваат нормални и предвидливи одговори на другите варијабли во економијата. Теоријата на рационални очекувања ја нагласува разликата помеѓу очекувани и неочекувани движења во монетарната политика и под одредени претпоставки монетарните шокови може да бидат слични на непредвидените промени

на парите. Сепак, прашањето тука е исклучиво економетриско, што значи дека непредвидливите и антиципираните промени во монетарната политика имаат идентични ефекти. Да претпоставиме, во спротивност на теоријата на рационални очекувања, дека сите промени на монетарниот инструмент имаат слични ефекти на економијата. Зошто е важно да се анализираат ефектите на **шоковите** наместо да се гледаат одговорите на монетарната политика воопшто? Одговорот е дека само кога се анализираат монетарните шокови кои не се само одговор на други економски варијабли, можеме да бидеме сигурни дека резултатите кои ги набљудуваме се навистина поради монетарната политика.

Со цел да се види зошто ова е случај, да ја разгледаме следната ситуација. Да претпоставиме дека единствените промени што се појавуваат во монетарната политика се резултат на пораст на инфлацијата, односно дека не постојат монетарни шокови. Можеме да забележиме дека секогаш кога инфлацијата расте, монетарните власти ќе водат контрактивна политика и инфлацијата ќе започне да се враќа кон претходното ниво. Ние може да го протолкуваме овој резултат како доказ дека монетарната контракција ја намалува инфлацијата.

Сепак, истите набљудувања ќе бидат конзистентни со теоријата дека монетарната политика нема ефект врз инфлацијата и дека високата инфлација денес ќе води кон пониска инфлација утре независно од мерките на монетарната политика. Ако никогаш не се набљудува високата инфлација без монетарната контракција или монетарната контракција во без инфлација, никогаш нема да се утврди кој ја предизвикува ниската инфлација што следи.¹³¹ Имено, само во оној случај кога го набљудуваме отстапувањето на монетарната политика од нејзиниот вообичаен одговор на инфлацијата – монетарен шок – ќе можеме да ги идентификуваме одделните ефекти на високата инфлација и промените на монетарната политика. Така, идентификувањето на монетарниот шок е од клучно значење за идентификација на ефектите на монетарната политика, дури и кога реалните ефекти на шоковите се исти како ефектите на респонзивната монетарна политика.¹³² Имено, економистите користат многу

¹³¹ Aviel Nagel, Jeffrey Parker (2003): "Empirical Macroeconomics: The Effect of Monetary Policy", Department of Economics, Reed College, 2003, p.9-24

¹³² На некој начин, ова е "природен експеримент" сличен на контролираните експерименти кои се прават за да се анализира ефикасноста на медицинските третмани. Ако на секој пациент што боледува од одредена болест му се дава истата терапија, тогаш не постои начин да се идентификува ефектот на лекување од природниот процес на болеста. Само со споредување на резултатите на лекуваните и нелекуваните (Placebo) пациенти ќе може да се измери ефектот на терапијата на лекување. Монетарниот шок може да се смета како разлика помеѓу два одговори (мерки) на монетарната политика на слични

различни стратегии за идентификување на монетарните шокови. Иако постојат важни разлики во резултатите, за мерлив број на идентификациони шеми, ефектите на монетарната политика врз економијата се чини дека следат сличен модел кој е во голема мера соодветен на предвидувањата на стандардната макроекономска теорија.

2.5.1.1 Пристапот на VAR (VAR approach)

Со самото нивно воведување од страна на Sims (1980), VAR (vector autoregression) моделите доминираа во анализите на ефектите на монетарната политика. Имено, VAR пристапот се состои од множество на регресивни равенки, во кои секоја променлива се изразува како линеарна функција од нејзините задоцнувачки вредности и задоцнувачките вредности на другите варијабли во сетот на равенки. Проценката на VAR не бара претпоставки за тоа кои варијабли би можеле да имаат директно влијание врз други варијабли. Ова беше една од продажните поени кои Sims ги примени во промовирањето на VAR методите. Сепак, ограничувањата во идентификацијата се неопходни со цел да се протолкува врската помеѓу резидуалите на VAR и основните “структурни” шокови на променливите на системот. Само во случај кога овие шокови се идентификувани, проценетиот VAR може да се употреби за генерирање на функции на импулсивен одговор, опишувајќи ги ефектите врз системот како последица на шок на некоја од променливите. Со цел накратко да се види овој аргумент, ќе претпоставиме едноставен VAR модел со две променливи: парите и аутпутот. **Равенките на VAR** се следните:

$$y_t = \alpha_{y,0} + \sum_{i=1}^p \beta_{yy,i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{ym,i} m_{t-i} + \eta_{y,t} \quad (1)$$

$$m_t = \alpha_{m,0} + \sum_{i=1}^p \beta_{my,i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_{mm,i} m_{t-i} + \eta_{m,t} \quad (2)$$

Термините η се нарекуваат случајни променливи или случајни грешки и ги мерат движењата на двете променливи кои не се корелирани (поврзани) со минатите вредности на променливите. Генерално, овие случајни грешки не можат да се протолкуваат директно како структурни шокови на m или y . Додека структурните шокови на двете променливи не се во корелација едни со други, коефициентите η се

економски услови. Со споредување на макроекономските резултати од двата различни одговори на монетарната политика, ние ќе бидеме во можност да ги изолираме ефектите врз макроекономските варијабли од “терапијата” (лекувањето) на монетарната политика.

линеарна комбинација на двете променливи и ќе бидат генерално во корелација ако било која променлива влијае врз другата истовремено. Со цел да се интерпретираат случајните променливи η како структурни шокови, мора да се применат претпоставки за идентификација кои ќе ја специфицираат природата на истовремениот ефект помеѓу y и m . Четирите можни комбинации на претпоставки за истовремениот ефект помеѓу y и m се прикажани во Табела 2-2.. Со цел да се интерпретира корелацијата помеѓу $\eta_{m,t}$ и $\eta_{y,t}$, обично се претпоставува дека истовремената каузалност функционира само во една насока, или од m до y или од y до m . Ова се нарекува **рекурзивна идентификациона претпоставка (recursive identification assumption)** и одговара на горниот десен и долниот лев предел во Табелата 2-2, кои се опишани како “идентификувани.”

Табела 2-2. Идентификување на претпоставки и идентификација на шокови за VAR со две променливи

Шема на претпоставените истовремени ефекти:		Дали m_t влијае врз y_t ?	
		ДА	НЕ
Дали y_t влијае врз m_t ?	ДА	Неидентификувани	Идентификувани
		Не е можно да заклучиме ништо за структурните шокови	$\eta_{y,t}$ е производствен шок (output shock). Делот $\eta_{m,t}$, кој е ортогонален на $\eta_{y,t}$ е монетарен шок (monetary shock).
	НЕ	Идентификувани (Identified)	Прекумерно идентификувани (Overidentified)
		$\eta_{m,t}$ е монетарен шок. Делот $\eta_{y,t}$ што е ортогонален на $\eta_{m,t}$ е производствен шок.	Секоја η е структурен шок. $\eta_{y,t}$ и $\eta_{m,t}$ се некорелирани или претпоставките се отфрлени.

На пример, да ја погледнеме ќелијата во долниот лев агол на табелата, ако парите влијаат врз аутпутот во тековниот период, но аутпутот нема непосреден ефект врз парите, тогаш единствената причина што двете тековни случајни променливи η се во корелација е затоа што η_y дава одговор на монетарниот шок. Бидејќи производствениот шок во периодот t нема влијание врз m_t , η_m не е под влијание на структурниот производствен шок и го одразува само монетарниот шок. Во овој случај, ние можеме да ја интерпретираме η_m како структурен монетарен шок, додека структурниот производствен шок може да се пресмета како дел од η_m кој не може да се предвиди (е ортогонален на) од η_y . Доколку се земе во предвид спротивната рекурзивна претпоставка – дека аутпутот влијае врз парите веднаш, но не обратно – тоа дава спротивен модел на идентификација: η_y е производствен шок и дека делот од η_m кој е ортогонален (не може да се предвиди) од η_y се нарекува монетарен шок. Откако шоките ќе се идентификуваат согласно една од овие претпоставки, може да се пресметаат функциите на импулсивен одговор (the impulse response functions), кои го покажуваат временскиот модел на сите ефекти од шоките врз двете променливи. Функцијата на импулсивниот одговор на ефектот на монетарниот шок врз аутпутот е од централен интерес.

Која од овие две можни идентификациони претпоставки треба да се избере? Ако η_m и η_y имаат висока корелација, тогаш голема е веројатноста дека двете претпоставки ќе доведат до сосема различни временски серии за идентификуваните шокови. Ова може, пак, да има многу различни модели (примероци) за импулсивните одговори. Бидејќи ова се два начини за толкување на еден сет на регресиони резултати, ништо во податоците не ќе може да ни каже која од овие две идентификациони шеми е точна. Наместо тоа, една од нив ќе мора да се потпре на теоријата или надворешните емпириски докази (како што се студиите за микро-нивоа) со цел да се процени која од овие идентификации е повредостојна.

Овој едноставен случај со две променливи кој го објаснивме погоре може да се прилагоди (генерализира) и за повеќе од две променливи. Имено, во случај на повеќе променливи, рекурзивната идентификација вклучува подредување на варијаблите во причинска секвенца во која променливите кои се претпоставува дека немаат брз (непосреден) ефект врз другите променливи се подредуваат подолу во причинската низа. Во својата влијателна VAR анализа за Германија и САД, **Sims (1980)** употребил шест променливи и го претпоставил следниот причински ред: **пари, производство,**

невработеност, номинални плати, цени и увозни цени.¹³³ Со други зборови, тој претпоставува дека ни една од другите варијабли во рамките на тековниот квартал нема никаков ефект врз понудата на пари (што се наоѓа на врвот на листата), додека понудата на пари може истовремено да влијае врз сите други променливи.

Sims ги сумира своите проценети ефекти од монетарната политика за двете земји на следниот начин:

“Во САД иновациите поврзани со парите “money innovations” имаат упорни (перзистентни) ефекти врз парите и другите номинални варијабли. Во Германија, иновациите на парите, иако поголеми, се многу помалку перзистентни. Кулминативниот ефект на “money innovation” врз реалниот БНП (GNP) е многу поголем за САД, отколку за Германија.” (Sims, 1980, 21)

“Во двете земји, “money innovations” имаат тенденција привремено да ги зголемат реалните плати и реалниот БНП, а со тоа и да ја намалат невработеноста, со спротивен ефект врз варијаблите после извесно време.” (Sims, 1980, 22).

Покрај тоа што овие основни заклучоци беа поддржани од многу последователни студии, сепак, се појави голема литература која започна да врши истражување на импликациите на алтернативните VAR системи.

2.5.1.2 Контроверзни погледи на VAR студиите за монетарните ефекти

Спроведувањето на VAR студија за ефектите на монетарната политика бара спецификација на многу аспекти на анализата. Помеѓу нив се:

- Променлива за да се измери монетарната политика
- Рекурзивна или друга претпоставка за идентификација
- Вклучување на други променливи освен променливата на монетарната политика
- Интервал на набљудување (годишно, квартално, месечно)
- Период за пример (Sample period)
- Должина на задоцнување (Lag length)

Иако сите се потенцијално важни, поголем дел од контроверзноста се врти околу првите **три прашања**: како да се измери монетарната политика, како да се

¹³³ Sims, Christopher A. (1980). Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles: Monetarism Reconsidered. *American Economic Review* 70 (2):250-257.

идентификуваат шоковите на избраната променлива на монетарната политика и кои променливи да се вклучат во вкупниот VAR систем.

Sims, во неговата значајна студија и во подоцнежната работа, ја фаворизираше употребата на тесната дефиниција за понуда на пари – M1, како мерка за монетарната политика. Меѓутоа, бидејќи понудата на пари е под влијание не само на политичките акции, туку и на акциите на банките и носителите на готови пари и депозити, други економисти обично избираат променлива која ќе ја одразува состојбата на пазарот на банкарски резерви, затоа што централната банка врши поголема директна контрола. Заедничките избори вклучуваат: износ на резерви кои не се позајмени од ФЕД (**nonborrowed reserves**), износ на позајмени резерви (**borrowed reserves**) и каматната стапка на меѓубанкарските заеми преку ноќ (**the federal funds rate in the United States**). Некои студии вклучуваат повеќе од една од овие променливи и користат идентификациони ограничувања кои се темелат на претпоставки за пазарот на резерви со цел да ги идентификуваат монетарните шокови како композиција на случајните грешки на варијаблите.

Шемите на рекурзивна идентификација биле норма, но “structural VARs” кои инкорпорираа претпоставки на не-рекурзивна идентификација, станаа сè почести во почетокот на 1990-тите. Овие структурни модели инкорпорирале претпоставки за интеракцијата на променливите во системот, кои не го следат стриктниот причински ред на рекурзивниот систем. Некои такви претпоставки следат модел како “X нема непосреден ефект врз Z”, но други, пак, се посоефицирани. На пример, некои автори ја користат претпоставката за долгорочната неутралност на монетарните шокови како идентификациона претпоставка: монетарниот шок нема ефект врз реалниот аутпут на долг рок. Множеството на променливи кои ги содржи VAR обично вклучува најмалку една каматна стапка (која може да биде променлива на монетарната политика), најмалку еден монетарен агрегат или променлива на резерви (друг можен избор за променлива на монетарната политика), реалниот аутпут и индекс на цени. Студии за други земји, освен САД, вообичаено вклучуваат реален или номинален девизен курс. Невработеноста е често вклучена, како индекс на цените на стоките, што се покажа како корисно во елиминирање на еден од неколкуте аномални резултати во повеќе основни подесувања.

2.5.1.3 Селектирани VAR резултати

Невозможно е да се направи сеопфатен преглед на обемената литература за VAR моделите на монетарната политика. Понови документи кои ја испитуваат литературата во некои детали се и оние на Christiano, Eichenbaum, and Evans (1999)¹³⁴ and Leeper, Sims, and Zha (1996).¹³⁵ Во понатамошниот текст ќе напомниме неколку широко цитирани студии кои демонстрираат вообичаени резултати и потенцираат одредени загатки кои се појавија со текот на времето. Коефициентите на VAR моделите се бројни и не се предмет на подготвена интерпретација. Интерпретацијата доаѓа со примената на идентификационите претпоставки со цел да се процени функцијата на импулсивен одговор, укажувајќи како различните шокови влијаат врз секоја променлива со текот на времето. Импулсивните одговори е полесно да се читаат како графикони отколку како табели, па, оттука, стандардната презентација на VAR резултатите е како матрица со мали графикони. Секоја колона од матрицата ги опишува ефектите на еден шок врз варијаблите на системот, со варијаблите кои се под влијание и се менуваат низ редовите.

2.5.1.3.1 Понудата на пари како мерка на монетарната политика и ликвидносната загатка “liquidity puzzle”

Оригиналните VAR анализи на монетарната политика на Sims (1980) ја мерат монетарната политика преку монетарниот агрегат M1. Ниедна каматна стапка не се презентира во рамките на неговиот VAR модел со шест променливи. Импулсивниот одговор во овие системи со монетарен агрегат и отсуство на каматна стапка има тенденција да го рефлектира стандардниот ефект на монетарната политика: одржливата експанзивна политика го зголемува аутпутот прилично брзо и ги зголемува цените многу побавно, но многу потрајно. Сепак, во подоцнежната работа, Sims додаде каматна стапка во VAR системот, што доведе до значителна промена во резултатите и создаде загатка за толкување.¹³⁶ **Прво**, кога краткорочна каматна стапка како стапката на федерални резерви или каматната стапка на тримесечни државни обврзници е вклучена, ефектите на шоките на каматните стапки врз реалните варијабли ги

¹³⁴ Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans. 1999. Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End? In *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1A, edited by J. B. Taylor and M. Woodford. Amsterdam: Elsevier Science.

¹³⁵ Leeper, Eric M., Christopher A. Sims, and Tao Zha. 1996. What Does Monetary Policy Do? *Brookings Papers on Economic Activity* (2):1-63.

¹³⁶ Види Sims (1986) and Sims (1992)

надвладуваат оние од шоките на квантитетот на пари. **Второ**, додека ефектите на шоките на каматните стапки, имаат ефекти кои во многу наврати наликуваат на хипотетичките ефекти на монетарната политика, монетарните шокови имаат прилично различни ефекти. Зголемувањето на понудата на пари се чини дека води до многу мали зголемувања, наместо големи намалувања, во каматните стапки, што е спротивно на ликвидносниот ефект што монетарната експанзија треба да го има.

Неправилниот, аномален ефект на парите врз каматните стапки се нарекува **“liquidity puzzle”** (ликвидносна загатка). Оваа ликвидносна загатка често се решава со повторно толкување на причините за шокови.¹³⁷ Според ревидираната интерпретација, под шок на страната на монетарната политика се подразбира **промени во нивото на каматни стапки** и под шок на количината на пари се подразбира **нарушување на побарувачката за пари**. Ако замислиме дека количината на пари и каматната стапка се детерминирани со механизам на пазарна рамнотежа со цел да се балансираат силите на понудата и побарувачката, тогаш ние нема да очекуваме дека промените во цените или промените во количината ќе бидат чисто ефекти на понудата (политички).¹³⁸ Претпоставувајќи дека побарувачката за пари не е ниту перфектно еластична, ниту перфектно нееластична, само под идентификационата претпоставка дека носителите на политиката ги понудуваат парите перфектно нееластично, количината на пари ќе одговори на политичките промени. Покрај тоа што оваа поедноставена претпоставка е вообичаено направена при експонирање на IS-LM моделот, таа не е многу реална.

Првата причина поради која понудата на пари може да не отсликува чиста политичка акција е тоа што мерките, како што се M1 и M2 вклучуваат банкарски депозити, кои не се под директна контрола на носителите на политиката. Учебничката теорија за мултипликаторот на понудата на пари покажува дека кога преференциите на јавноста за готови пари наспроти депозити се промени или кога посакуваниот сооднос на банките резерви - депозити се промени, тогаш понудата на пари ќе се промени.¹³⁹

¹³⁷ Reichenstein, W. 1987. The Impact of Money on Short-Term Interest Rates. *Economic Inquiry* 25 (1):67-82.

¹³⁸ Leeper, Eric M., and David B. Gordon. 1992. In Search of the Liquidity Effect. *Journal of Monetary Economics* 29 (3):341-369.

¹³⁹ Според теоријата за монетарниот мултипликатор, понудата на пари $M = \left(\frac{cu+1}{cu+res} \right) BASE$, што значи дека односот на понудата на пари и монетарната база зависи од соодносот готови пари – депозити избран од страна на јавноста и соодносот резерви – депозити избран од банките. Првиот е однос готови пари – депозити (**CU/DEP или cu**), што претставува износот кои тие сакаат да го чуваат како пари или во вид на депозити. Јавноста може да го зголеми овој сооднос до кое било ниво преку повлекување пари од банка (зголемување на парите) или депонирае во банка (намалување на парите). Вториот однос е резерви

Само кога централните банки ги антиципираат овие промени и ги неутрализираат преку промена на волуменот на банкарски резерви за истиот износ, ќе успеат во ефикасно контролирање на количина на пари. Ќе биде тешко да се оствари таква блиска контрола над количината на пари и постојат силни докази дека повеќето централни банки дури не се ни обидуваат, дури и на кратки хоризонти.

Од средината на 1980-тите, ФЕД во САД ги изрази целите на монетарната политика во однос на таргетирано ниво на каматна стапка на федерални средства. Ако ФЕД понуди резерви кои се перфектно еластични на таргетираното ниво на каматната стапка, тогаш каматната стапка постанува политичка променлива и количеството на пари се менува во одговор на промените во побарувачката на пари (резерви). Толкувањето на шокот на страната на количеството на пари како шок на побарувачката на пари ја решава ликвидносната загатка. Ако резервите се понудени еластично на таргетната каматна стапка на ФЕД, тогаш пораст во побарувачката на пари треба да има мал, позитивен ефект на каматните стапки, што соодветствува на тврдењата на Sims.

Bernanke and Blinder (1992) пронајдоа докази дека ФЕД (барем во последните децении) има тенденција да понуди резерви кои се еластични со таргетната каматна стапка избрана на најблискиот состанок на FOMCM (Federal Open-Market Committee meeting).¹⁴⁰ Тие, исто така, ја испитуваат предвидувачката моќ на петте потенцијални променливи на монетарната политика во САД за период од еден месец. Помеѓу сетот на променливи – M1, M2, долгорочната каматна стапка на државните обврзници (Long-term Treasury bond rate), краткорочната каматна стапка на државните записи (Short-term Treasury bill rate) и каматната стапка на федералните средства (the federal funds interest rate), тие утврдија дека каматната стапка на федерални средства има најпредвидувачка моќ во прогнозирање на колекција на осум макроекономски променливи на месечно ниво, како што се: индустриското производство, невработеноста и личнио доход. Врз

– депозити (*RES/DEP* или *res*) се определува со одлуки на банките за тоа колкав дел од депозитите ќе дадат на заем. Факторот $\frac{cu+1}{cu+res}$ што претставува број на долари на понудата на пари кои можат да бидат создадени од секој долар на монетарна база, се нарекува **монетарен мултипликатор**. Тој ќе биде поголем од 1 сè додека *res* е помало од 1. $BASE = CU + RES$, додека $M = CU + DEP$. Причината зошто монетарната база е “помножена” е дека банките користат дел од готовите пари добиени како депозити за да одобрат кредити на јавноста. За подетално види Бернанке, 2008, Макроекономија.

¹⁴⁰ Bernanke, Ben S., and Alan S. Blinder. 1992. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review* 82 (4):901-21. Sims, Christopher A

основа на овие докази, тие фаворизираат спецификација со каматната стапка на федерални средства, како нивни инструмент на монетарна политика.

2.5.1.3.2 Проценети ефекти на шоките на каматната стапка на федерални средства (the federal funds rate shocks)

Согласно горенаведеното, толкувањето на шок на каматната стапка на федерални резерви како шок на монетарната политика, доведува до ефекти врз аутпутот, монетарните променливи и каматните стапки, што кореспондира на конвенционалната мудрост за ефектите на монетарната политика. Сепак, ако пораст на каматната стапка на федерални средства е контрактивен монетарен шок, тогаш тоа ќе има силен негативен ефект врз цените. Она што Eichenbaum (1992) го карактеризира како ценовна загатка (price puzzle) потекнува толку од раните VAR системи кои се засноваат на каматна стапка на федерални средства.¹⁴¹ Во овие модели, позитивен (на пример, контрацикличен) шок на каматната стапка на федерални средства се утврди дека значително влијае врз зголемување на цените за период од една до две години после настанување на шокот. Sims, Christopher A.

Sims (1992) започнал со истражување на ценовната загатка со примена на алтернативни спецификации на податоците од пет земји членки на ОЕЦД.¹⁴² Тој претпоставува дека причината поради која позитивен шок на каматните стапки може да изгледа дека предизвикува зголемување на цените е дека зголемувањето на каматните стапки и цените се всушност одговори на иницијалните инфлаторни импулси кои потекнуваат од променлива која не е вклучена во VAR системот. Со цел да ги измери таквите инфлаторни импулси тој во VAR вметнал индекс на стоки со кои се тргува на берза на стоки. Цените на стоките се набљудуваат многу брзо и оттука може да предизвикаат промптен контра-инфлаторен одговор од страна централната банка. Кога оваа променлива се додаде во моделот, во голема мера се елиминираше ценовната загатка во САД, Германија и Велика Британија.¹⁴³

Слика 2-3 е превземена од Christiano, Eichenbaum, and Evans (1999) и ги покажува ефектите на позитивен (контрацикличен) шок на каматната стапка на

¹⁴¹ Eichenbaum, Martin. 1992. Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy: Comments. *European Economic Review* 36 (5):1001-11.

¹⁴² Sims, Christopher A. (1992). 1992. Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy. *European Economic Review* 36 (5):975-1000.

¹⁴³ Загатката сеуште постои во податоците на Sims за Франција и јапонија, дури и со цените на стоките во VAR.1

федерални резерви во квартален VAR модел со седум променливи.¹⁴⁴ Рекурзивната идентификација се користи со аутпут (**Y**), цени (**Price**) и цени на стоки (**Pcom**) што се подредени најпрвин, потоа каматната стапка на федерални средства, непозајмените резерви (**NBR**), вкупните банкарски резерви (**TR**) и понудата на пари (**M1** или **M2**). Овој редослед претпоставува дека променливата на монетарната политика, каматната стапка на федерални резерви (the funds rate), одговара на тековните вредности на аутпутот, цените и цените на стоките, но само со задоцнување на шокови на резервите и понудата на пари. Имено, понудата на пари се мери со монетарниот агрегат M1, освен во долниот десен панел на сликата, каде што се мери со M2 и ни го покажува одговорот на M2 на шок на каматната стапка на федерални резерви во услови кога целиот систем е повторно оценет со примена на M2, наместо M1.

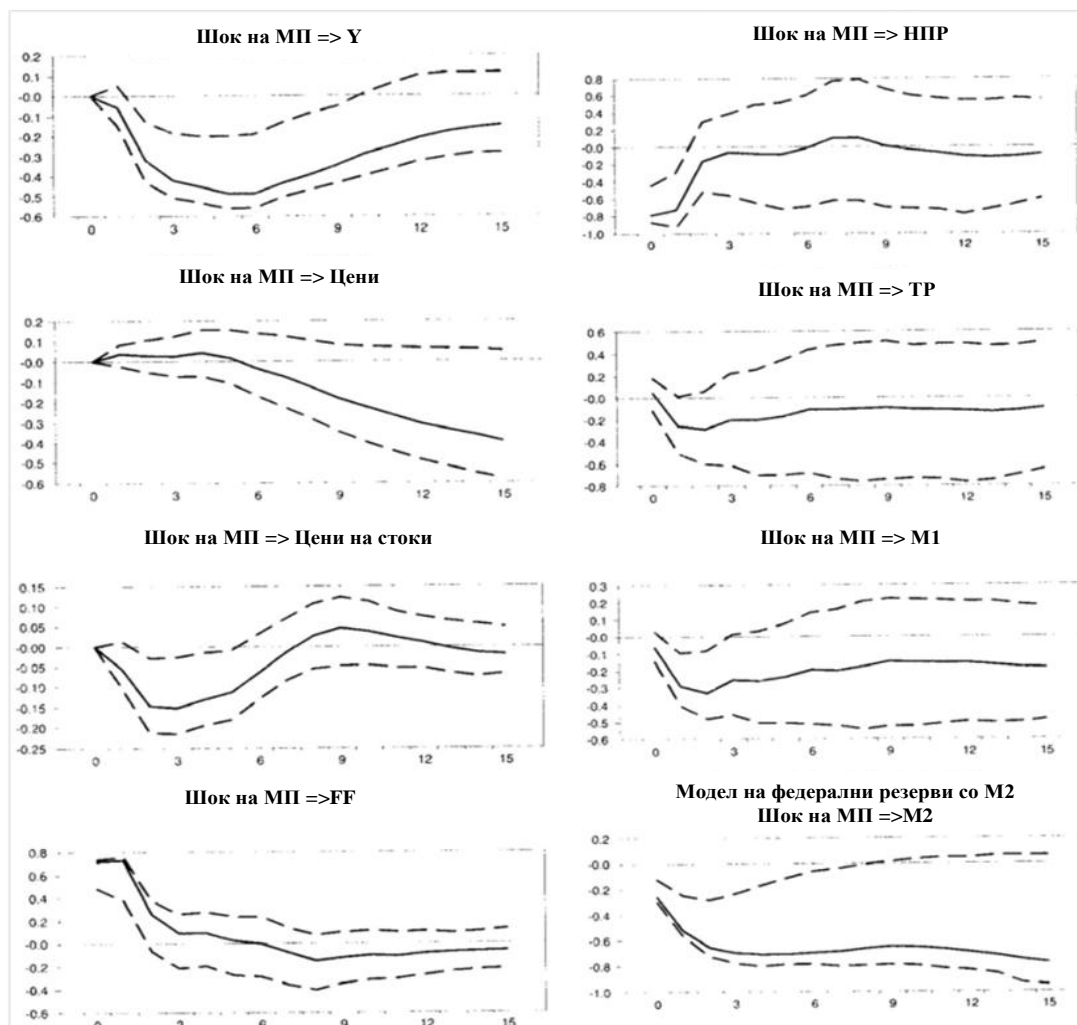
Секој панел на Слика 2-3. го покажува ефектот од позитивен шок на каматната стапка на федерални средства на една од променливите на системот во текот на следните 15 квартали. Вредност од нула значи дека шокот нема ефект врз променливата – дека променливата ја продолжува истата патека што би ја имала и пред настанување на монетарен шок. Позитивна (негативна) вредност укажува дека монетарниот шок ќе предизвика променливата да биде над (под) нејзината нормална патека. Полната линија ги покажува проценетите ефекти, додека испрекинатите линии ги покажуваат границите на интервалот на доверба од 95%.

Горниот лев панел покажува како брзо и значително се намалува аутпутот при пораст на каматната стапка на федерални средства (the funds rate), но дека ефектот од аутпутот се чини е привремен. Аутпутот го обнови поголемиот дел од својот пат кон оригиналната патека до крајот на 15-тиот квартален хоризонт. Овие резултати се конзистентни со контрацикличните ефекти што таквите промени обично ги имаат. Вториот панел на лево покажува дека цените остануваат стабилни во текот на една година, а потоа се намалуваат значително и продолжуваат да бидат пониски (и понатаму паѓаат) преку 15 квартали. Може да се забележи дека ни една ценовна загатка не се појавува во системот, откако во него се вклучија цените на стоките. Цените на стоките паѓаат многу побрзо отколку општото ниво на цени, но се чини дека тоа нема трајни ефекти. Имено, цените кои се поставени во дневното тргување на берзата на

¹⁴⁴ Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans. 1999. Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End? In *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1A, edited by J. B. Taylor and M. Woodford. Amsterdam: Elsevier Science.

стоки се посензитивни на економските услови, отколку заедничните цени на мали, со кои се објаснува побрзата реакција.

Графикон 3-2. Ефектите на шок на каматната стапка на федерални резерви во квартален модел



Третиот панел на лево го покажува ефектот на едновремен шок на каматната стапка на федерални фондови на идната патека на движење на каматната стапка на федерални фондови. Овој панел покажува дека оваа каматна стапка веројатно ќе остане на повисоко ниво во текот на еден квартал, а потоа ќе започне да се намалува во текот на следните два квартали сè додека не го достигне своето оригинално ниво. Десните панели покажуваат дека резервните агрегати и мерките на понудата на пари го имаат очекуваниот негативен одговор на пораст на каматната стапка на федерални фондови.

Ако ги сумираме резултатите од Слика 2-3. може да се заклучи дека: проценетите ефекти на контрацикличен шок на монетарната политика во голема мера одговараат со конвенционалните заклучоци на Кејнзијанските и Монетарните модели. Каматната стапка на федерални фондови расте и останува на високо ниво во период од неколку квартали. Патеката на резервите и монетарните агрегати има надолен, опаѓачки тренд. Патеката на аутпутот бележи привремен пад, додека цените паѓаат многу бавно, но многу потрајно.

2.5.1.3.3 Резерви кои не се позајмуваат од ФЕД (nonborrowed reserves) како променлива на монетарната политика

Ние согледаваме погоре дека во VAR системите со мерки на парите (M1 или M2) и каматна стапка на федералните фондови, толкувањето на шок на каматната стапка на федерални фондови како мерка на монетарната политика и шок на количината на пари како шок на побарувачката на пари, доведува до резултати кои ги поддржуваат конвенционалните теории. Сепак, толкувањето на шок на парите (money shock) како монетарна политика доведува до ликвидносна загатка (Liquidity puzzle) и други контрадикторни заклучоци.

Некои економисти, особено Lawrence Christiano and Martin Eichenbaum, се залагаат за примена на **непозајмливите резерви НР (Nonborrowed reserves – NBR) како мерка на монетарната политика**. Постојат неколку причини за фаворизирање на НР¹⁴⁵. На теоретска основа, **Eichenbaum (1992)** забележува дека, помеѓу бројните монетарни агрегати кои се на располагање на САД, “единствениот монетарен агрегат кој Федералниот комитет на отворен пазар (FOMC) може директно да го контролира е НР (nonborrowed reserves).” Покрај тоа, во поглед на емпириските резултати, “постои остар контраст во резултатите кои се базираат на монетарната база или M1, додека ефектите на монетарната политика врз каматните стапки се многу стабилни во случај кога НР се користат во анализата. Без оглед дали се користат (монетарни или каматни) правила, без оглед дали се работи со месечни или квартални податоци и без оглед кој повоен период се зема во предвид, се појавуваат исти резултати. Шоковите на неантиципираната експанзивна политика ги движат краткорочните каматни стапки во надолна линија за значителен временски период. Измерени на овој начин, шоковите на

¹⁴⁵ Nonborrowed reserves (NBR), како што напознавме погоре, се оние резерви кои не се позајмуваат од ФЕД преку дисконтниот прозорец и се пресметуваат како разлика помеѓу вкупните резерви и позајмените резерви преку дисконтниот прозорец на ФЕД.

експанзивната монетарна политика, исто така, генерираат зголемување на реалниот БНП (GNP).”(Christiano and Eichenbaum, 1992, 337).

Слика 2-4, исто така превземена од Слика 2 од Christiano, Eichenbaum, and Evans (1999), ги покажува ефектите на контрацикличен шок на НР врз променливите на сличен VAR систем, со истиот редослед во рекурзивната идентификација: политичкиот инструмент е подреден после аутпутот, цените и цените на стоките (commodity prices), како и пред други променливите на финансискиот сектор.

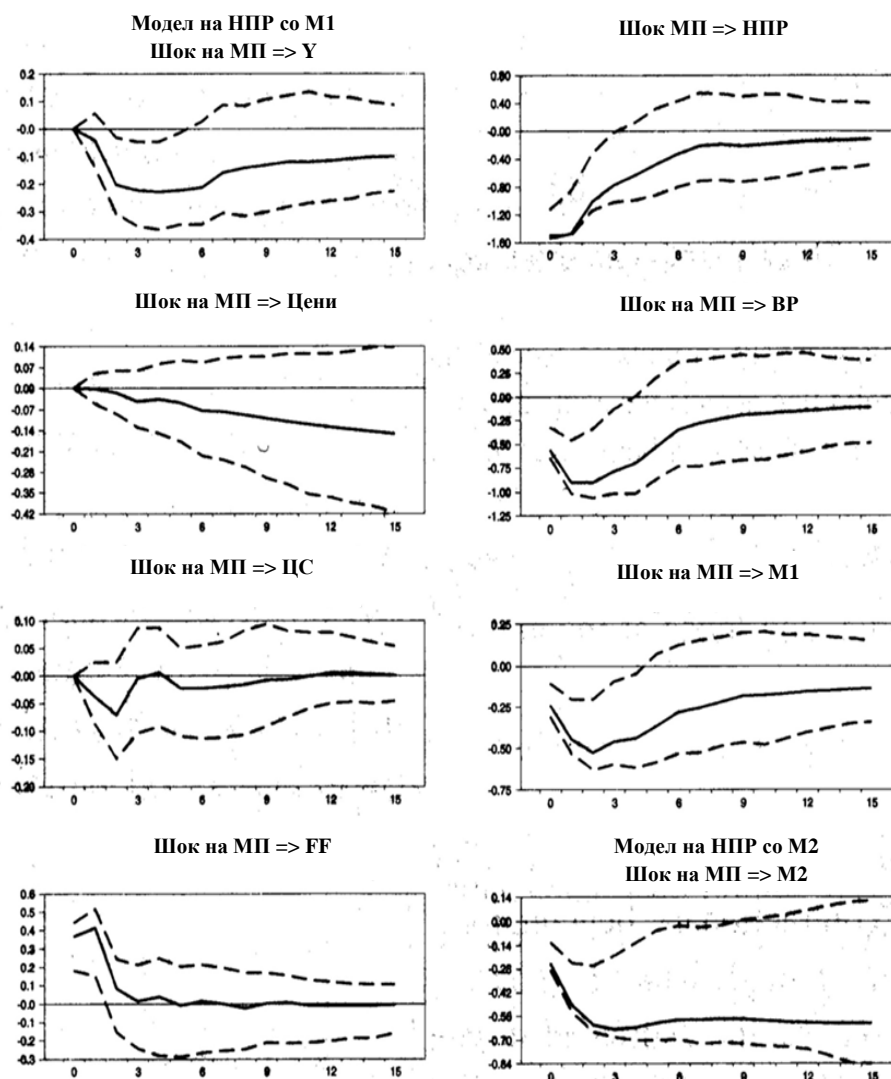
Резултатите на Слика 2-4 се неверојатно слични со оние на Слика 2-3. Врз основа на овие докази, може да се каже емпириски веродостојна приказна за тоа дека ФЕД имала влијателна монетарна политика во текот на повоениот период преку манипулирање на пазарот на банкарски резерви. Ако се погледне на количеството на НР како директен монетарен инструмент, како на Сликата 2-4, тогаш каматната стапка на федерални фондови реагира брзо и во спротивна насока на промените на резервите. Ако некој ја смета каматната стапка на федерални фондови како директна монетарна променлива, како на Слика 2-3, тогаш НР се менуваат брзо и во спротивна насока на промената на каматната стапка на федерални фондови.¹⁴⁶

Покрај тоа што ФЕД го промени својот акцент на квантитативните таргети за сметка на таргетите на каматни стапки во текот на повоениот период, резултатите на Christiano, Eichenbaum, and Evans (1999) укажуваат дека може да биде разумно да се мисли за двата политички режими како придвижување на банките низ прилично стабилна и надолу-наклонета крива на побарувачка за резерви.¹⁴⁷ Независно на начинот на кој се перцепира монетарната политика, ефектите на не-монетарните променливи на Слика 2-3 и Слика 2-4 се слични. Контрацикличната монетарна политика го намалува реалниот аутпут и ги зголемува привремено каматните стапки, а цените ги намалува со одредено задоцнување.

¹⁴⁶ Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans. 1999. Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End? In *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1A, edited by J. B. Taylor and M. Woodford. Amsterdam: Elsevier Science.

¹⁴⁷ Meulendyke (1988) дискутира за различните режими на таргетирање во текот на 1970-тите и 1980-тите. Во 1990-тите, фокусот на ФЕД беше на каматната стапка на федерални фондови.

Графикон 4-2. Ефектите на шок на “nonborrowed reserves” во квартален модел



2.5.1.3.4 Други претпоставки за идентификација во VAR моделите

Шемите на рекурзивна идентификација се едноставни за имплементирање и разбирање, но тие не ги вклучуваат сите информации кои економистите ги имаат за пазарот на банкарски резерви. Исто така, невозможно е да се изгради рекурзивен модел врз основа на хибридно правило кое придава значење и на каматните стапки и на резервните агрегати. Во својот влијателен труд, Strongin (1995) идентификационите ограничувања ги заснова врз подетални информации за пазарот на резерви.¹⁴⁸ Strongin тврди дека ниту каматната стапка на федерални фондови, ниту било кој агрегат на

¹⁴⁸ Strongin, Steven. 1995. The Identification of Monetary Policy Disturbances: Explaining the Liquidity Puzzle. *Journal of Monetary Economics* 35 (3):463-97.

резерви е вистинска мерка на монетарната политика. Тој тврди дека “како прашање на реалната практика, ФЕД располага со иновации во побарувачката на резерви во банкарскиот систем.” (Strongin, 1995, 467) Така, иницијалното влијание на затегната или лабава монетарна политика ќе се почувствува во пропорциите на позајмени наспроти непозајмени резерви. Тој го предлага односот на непозајмени резерви во вкупни резерви (НР/ВР) како показател на монетарната политика.

Strongin утврди дека неговата мерка на монетарната политика е успешна во елиминирање на некои аномалии кои се презентирани во раната литература. Имено, неговата спецификација не е предмет на неправилни ликвидносни ефекти (perverse liquidity effects) и неконзистентност како во причинските резултати на Granger. Сепак, кога цените на стоките ќе се додадат на VAR системот, Christiano, Eichenbaum, and Evans (1999) покажуваат дека ефектите на монетарните шокови кои настануваат со користење на мерката на Strongin, се слични со ефектите на мерките на каматната стапка на федерални фондови и непозајмените резерви (NBR).

Cochrane (1998) користи VAR методологија за да ги испита доказите за антиципираните и непредвидените промени на монетарната политика. Неговите резултати укажуваат дека два вида на монетарни промени може да имаат многу различни ефекти. Тој проценува големи реални ефекти на непредвидените монетарни шокови, за разлика од ефектите на антиципираните монетарни акции кои се значително помали и послаби.

2.5.1.4 Некои забелешки поврзани со VAR моделите на монетарната политика

Некои економисти тврдат дека VAR пристапот не е ефикасен тест за ефектите на монетарната политика. На пример, Runkle (1987) пресметува интервали на доверба за функцијата на импулсивен одговор и варијанса на декомпозиција презентирани од Sims (1980) и утврдува дека интервалите на доверба се толку големи што го доведува во сериозно прашање валидитетот на неговите заклучоци.¹⁴⁹

Друг проблем со VAR рамката е дека (како другите стандардни економетриски процедури) претпоставува дека структурата на економијата останува непроменета во текот на периодот земен како пример (sample period). Имено, познато е дека ФЕД ја

¹⁴⁹ Runkle, David E. 1987. Vector Autoregressions and Reality. *Journal of Business and Economic Statistics* 5:437-442.

нагласи контролата на различни политички инструменти за време на различни периоди. Ваквите промени се претпоставува дека ја менуваат структурата на економските одговори на монетарната политика, кои се мерат преку VAR коефициентите. Ова е проблематично за VAR методот, освен ако промените не се доволно чести за да дозволат одделна проценка за секој субпериод или промените во структурата на моделот се вградени во VAR.

Конечно, Rudebusch (1998) ја оценува веродостојноста на фактичката временска серија на монетарни шокови идентификувани во VAR моделите.¹⁵⁰ Тој ги проценува овие шокови преку испитување на тоа дали имаат тенденција да бидат стабилни, дали се согласуваат со заедничките перцепции за монетарно затегнување и олабавување на монетарната политика во секое време или дали одговараат со мерките на неочекувани промени на каматната стапка на федерални фондови изведена од идните пазари.

Тој смета дека проценките на VAR за монетарните шокови потфрлуваат во сите три тестови. Мали промени во спецификацијата на VAR, доведуваат до многу различни проценети шокови, па така проценетите шокови сами по себе не се појавуваат како стабилни. Покрај тоа, проценетите шокови не одговараат на конвенционалната мудрост (или декларираната намера на ФЕД) за времињата кога монетарната политика беше експанзивна или контрациклична или за одговорот на политичките променливи на економските услови. Конечно, временските серии на неочекуваните промени на каматната стапка на федерални фондови како разлика помеѓу каматната стапка и идната пазарна каматна стапка од претходниот период не кореспондира блиску со проценетите шокови на VAR.¹⁵¹

2.5.1.5 Наративен пристап кон идентификување на шоките

Согласно дискусијата погоре, VAR пристапот кон економетриската идентификација на шоките на монетарната политика дадоа мешани резултати. Многу различни стратегии се применуваа со цел да се идентификуваат монетарните шокови во повоените податоци, често со различни резултати. Бидејќи идентификацијата на монетарните шокови е клучна за анализа на ефектите на монетарната политика, Romer and Romer (1989) ги надополнија традиционалните

¹⁵⁰ Rudebusch, Glenn D. 1998. Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense? *International Economic Review* 39 (4):907-31.

¹⁵¹ За истражување на алтернативни спецификации и критики, види дел 4.4 од Christiano, Eichenbaum, and Evans (1999).

макроекономски податоци со “наративни” (narrative) информации за намерите на членовите на Федералниот комитет на отворен пазар (FOMC).¹⁵²

Следејќи ја методологијата што успешно ја применуваа Friedman and Schwartz (1963), Romer and Romer ги испитуваа објавените минути на состаноците на FOMC за да пронајдат датуми на кои комитетот се обврзува експлицитно да завземе став за контрациклична монетарна политика со цел да ја редуцира инфлацијата. Тие пронајдоа шест “**Romer dates**” (Ромерови датуми) на кои такви политички акции беа превземени: Октомври 1947, Септември 1955, Декември 1968, Април 1974, Август 1978 и Октомври 1979.

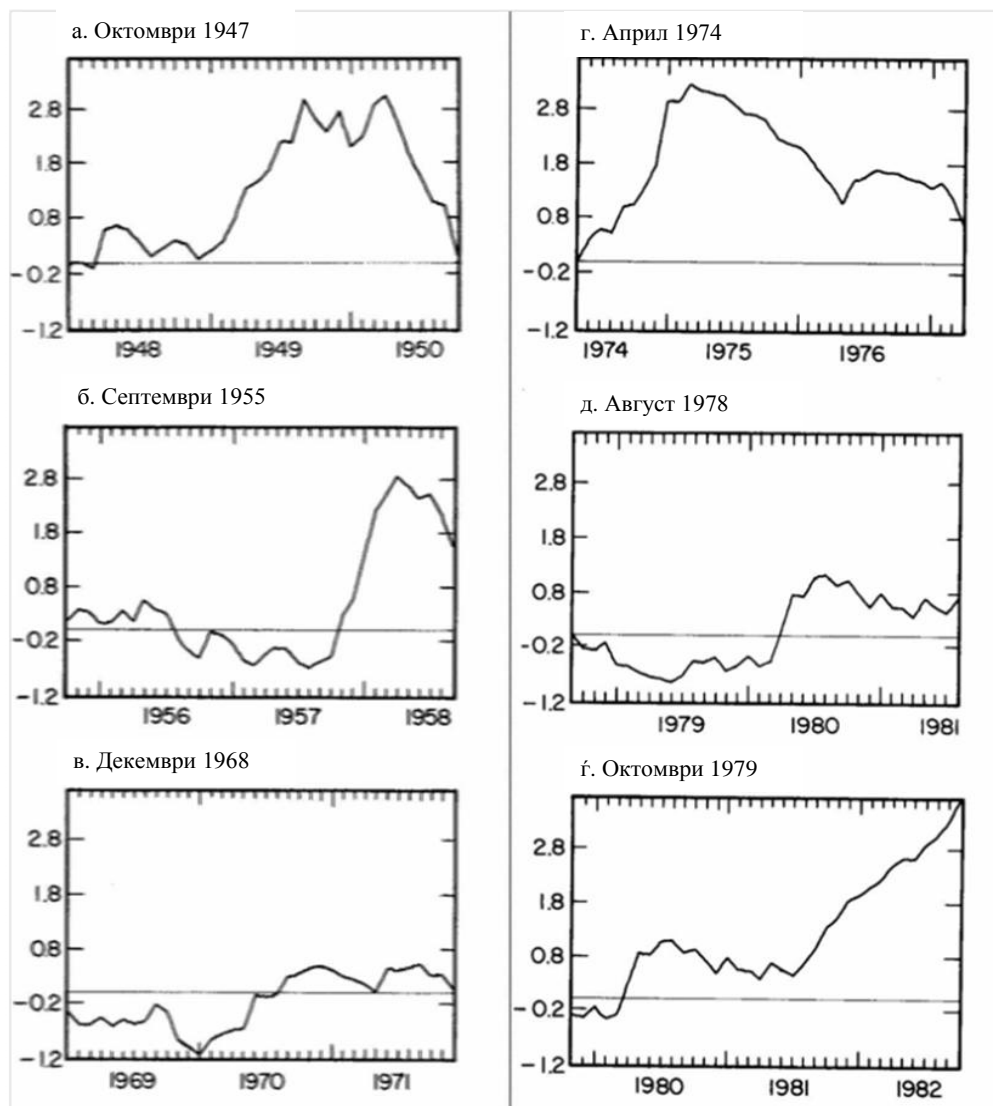
Откако ги лоцираа датумите со помош на не-економетриски средства, Romers продолжија со анализа на однесувањето на макроекономските променливи во текот на периодот после политичките активности. Поточно, тие се фокусираа на **две мерки на реалната економска активност** кои може да се посматраат на месечна основа: индексот на индустриско производство на ФЕД и стапката на невработеност. За секоја променлива, тие изведуваат регресија на променливата за две години (24 месеци) од нејзините задоцнувачки вредности. Со примена на овие регресии, тие генерираат модел за предвидување на секој Ромеров датум со тоа што го опишуваат секој постоечки импулс на променливите и траекторијата која би се формирала во случај кога не би постоела политичка активност. На крај, тие ја споредуваат фактичката (вистинската) патека на секоја променлива со нејзината проектирана патека.

Слика 5-2 (Romer and Romer слика 2) покажува разлика помеѓу фактичката и антиципираната патека на стапката на невработеност после секој од Ромеровите датуми. Во повеќето случаи, постои значително зголемување на невработеноста во рок од две години после имплементирањето на контрациклична монетарна политика на ФЕД. Моделот на промени на индустриското производство (кој не е прикажан тука) покажува поврзан модел на намалување во рок од неколку квартали после настанување на контрацикличен шок.¹⁵³ Во прилог на докази кои се засноваат на грешки при прогнозирање, Romer and Romer извршија дополнителен тест.

¹⁵² Romer, Christina D., and David H. Romer. 1990. New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism. *Brookings Papers on Economic Activity* 1990 (1):149-198.

¹⁵³ Aviel Nagel, Jeffrey Parker (2003): “Empirical Macroeconomics: The Effect of Monetary Policy”, Department of Economics, Reed College, 2003, p.9-24

Графикон 5-2. Непредвидените промени во стапката на невработеност после
Ромеровите датуми



Со цел да ја измерат статистичката значајност на нивните пресметани монетарни шокови, тие создадоа “dummy” (замислена) променлива која е еднаква на онаа во месеците кои одговараат со Ромеровите датуми. Потоа, оваа замислена, симулирана променлива ја додадоа на авторегресиите на индустриското производство и невработеност. Ефектот од оваа симулирана променлива на Ромер е статистички значаен и соодветната функцијата на импулсивен одговор покажува силен, задоцнет одговор на индустриското производство (негативен) и невработеноста (позитивен) на монетарните контракции.

Голем дел од литературата која ги проучува ефектите на монетарната политика, без оглед дали монетарната политика ја мери како промена во монетарните агрегати

или како промени во каматната стапка на федералните фондови, заклучува дека монетарната политика има значителни краткорочни ефекти врз реалните променливи, како што се аутпутот и невработеноста. Овој резултат беше јасно искажан од страна на Friedman and Schwartz (1963) и од страна на сите економисти кои ги претставуваа Кејнзијанските макроеконометриски модели на 1960-тите.¹⁵⁴ Неокласичната теорија на школата на рационални очекувања смета дека само неочекуваните промени на монетарната политика треба да имаат реални ефекти. Покрај склоноста кон отфрлање на екстремните тврдења на оваа теорија, Cochrane (1998) укажува дека разликата помеѓу антиципираните и непредвидените мерки на монетарната политика може да биде корисна.¹⁵⁵

Најновите анализи користат вектор авторегресивни модели за да ги проценат монетарните ефекти. Иако ВА методологијата беше воведена за да се избегнат екстремните идентификациони претпоставки применети во раните макроеконометриски модели, сепак, некои идентификациони претпоставки мора да се направат со цел да се анализираат монетарните ефекти применувајќи импулсивни одговори. Многу модели се проценуваат со примена на различни претпоставки поврзани за идентификацијата и правилниот избор на монетарен инструмент. И покрај широкиот спектар на претпоставки, проценетите ефекти на монетарните шокови на аутпутот и цените се релативно хомогени. Аутпутот одговара најсилно во период од 6 до 18 месеци после настанување на монетарен шок во економијата, со ефекти врз цените кои следуваат подоцна. Конечно, некои економисти тврдат дека монетарната политика многу повеќе влијае врз економијата преку нејзините ефекти врз банките и кредитните услови отколку преку понудата на пари и каматните стапки директно.

Сепак, моделите кои ги опишавме погоре и понатаму се подложни на усовршување. Покрај неодамнешниот успех, не можеме да бидеме сигурни без понатамошни испитувања, колку флексибилни ќе се покажат овие рамки доколку економијата се соочи со непредвидливи и досега неискусени економски нарушувања и кризи, како што беше случајот со Големата рецесија. Всушност, целосно се очекува овие модели да продолжат да се развиваат како што се акумулираат повеќе податоци и се доживуваат повеќе економски шокови. Имено, постои голема веројатност да дојде

¹⁵⁴Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

¹⁵⁵ Cochrane, John H. 1998. What Do the VARs Mean? Measuring the Output Effects of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics* 41 (2):277-300.

до случај кога важни карактеристики што ќе се воведат денес и ќе се чини дека тие се централни за изведување на експериментот, веќе во иднина да бидат сосема безначајни и отфрлени. Во исто време, додека се очекува моделите да се менуваат, генералниот пристап најверојатно ќе остане ист. Квантитативното макроеконометриско моделирање заедно со неговата улога во процесот на креирање на политиката е тука за да остане и да помогне во подобрување на стабилизационата улога на монетарната и фискалната политика, како и да отвори нови хоризонти во макроекономското истражување кои досега не се откриени.

ГЛАВА 3. КООРДИНАЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ОСТВАРУВАЊЕ НА ЦЕЛИТЕ НА ЕКОНОМСКА СТАБИЛИЗАЦИЈА

3.1 Општи аспекти на политиката на координација

Координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика е клучна за одржлив економски раст во согласност со ценовната стабилност и урамнотежен платен биланс.¹⁵⁶ **Без ефикасна координација, може да дојде до пораст на финансиската нестабилност која доведува до високи каматни стапки, притисок на девизниот курс, брза инфлација и негативен импакт врз економскиот раст.** За да биде ефикасна, координацијата мора да се заснова на одржливи и кредибилни монетарни и фискални политики. Напорите на носителите на политиките да ги координираат овие политики нема да бидат успешни доколку едната или двете политики се неодржливи. Колку е помалку кредибилна едната политика, толку поголем ќе биде товарот на другата политика. **Фискалната политика** генерално се однесува на одлуките на фискалните власти во поглед на оптималната употреба на оданочувањето и јавната потрошувачка со цел да се регулира агрегатното ниво на економска активност. **Монетарната политика** се однесува на контролата на централните банки врз обемот на кредити во економијата со цел постигнување на нејзината основна цел – стабилност на цените. Контролата може да се постигне преку монетарниот систем, и тоа со управување на агрегатите како - понуда на пари, нивото и структурата на каматните стапки и други услови кои влијаат врз кредитите во економијата.

Целите на монетарната и фискалната политика во голема мера се конфликти, што наметнува потреба од соодветен механизам за координација на фискалната и монетарната политика со цел да се постигнат крајните посакувани цели на економската политика.¹⁵⁷ Интеракцијата помеѓу монетарната и фискалната политика се однесува на финансирањето на буџетскиот дефицит и неговите последици врз управувањето со монетарната политика (монетарниот менаџмент). Притоа, експанзивната фискална политика влијае врз зголемување на агрегатната побарувачка, што последователно

¹⁵⁶ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, “Structural Reform and Market-Based Policies Heighten Need for Policy Coordination, IMF survey, June 8, 1998

¹⁵⁷ Šehović, D. (2013). General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013, 3, pp. 5-27 Received: 20 September 2013; accepted: 26 September, p.3-6.

доведува до пораст на стапката на инфлација. Од друга страна, **монетарната политика влијае врз капацитетот на владата да го финансира буџетскиот дефицит преку промената на цената за сервисирање на долгот и ограничувањето/проширувањето на достапните извори на финансирање.**¹⁵⁸

Во текот на светската економска криза, монетарните и фискалните власти одговорија со агресивно координирање на мерките на фискалната и монетарната политика со цел ублажување на негативните последици од економската и финансиската криза. Централните банки започнаа процес на масовно намалување на каматните стапки и примена на неконвенционални монетарни инструменти, додека фискалните власти забележаа високи буџетски дефицити како последица на намалените јавни приходи и обемните фискални пакети.¹⁵⁹ Енергичниот одговор на централните банки и владите ширум светот значително го привлекоа вниманието на многу истражувачи на темата- интеракција помеѓу фискалната и монетарната политика и нивното влијание врз економијата.

Постои бројна литература што ја истражува интеракцијата помеѓу фискалната и монетарната политика. Поради различните сегменти што се истражуваат, трудовите се делат во повеќе групи. На пример, со цел да се одговори на хипотезата зошто има потреба од координација помеѓу монетарната и фискалната политика кога монетарната политика е посветена на остварување на ценовна стабилност, Lambertini and Rovelli (2005) ги делат претходните теоретски студии од оваа проблематика во пет групи.¹⁶⁰ Во овој поглед, **првата група на автори** кои се занимаваат со проучување на монетарните импликации на фискалната недисциплина (Sargent and Wallace, 1981) нагласуваат дека моментот кога фискалниот дефицит достигнува степен на предетерминираност и неодржливост, тогаш нивото на цените и монетарната политика престануваат да бидат егзогени.¹⁶¹ Оттука, овие автори **придонесоа фискалната дисциплина да се смета како важен предуслов за монетарната стабилност**, што подоцна се потврди и во многу емпириски анализи.

¹⁵⁸ Hanif, Muhammad N. and Arby, M. Farooq. (2003). Monetary and Fiscal Policy Coordination, Munich Personal RePEc Archive, p.6-8.

¹⁵⁹ Tomšik, V. (2012). Some insights into monetary and fiscal policy interactions in the Czech Republic, BIS Papers, No. 67, p.2.

¹⁶⁰ Šehović, D. (2013). General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013, 3, pp. 5-27 Received: 20 September 2013; accepted: 26 September.

¹⁶¹ Sargent, T.J., and Wallace, N. (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" *Quarterly Review*, FRB of Minneapolis, fall 1981 [Reprinted in *Rational Expectations and Inflation* 2nd Edition NY: Harper Collins College Publishers 1993.,p.10-14.

Спротивно на тоа, Lambertini, Luca and Rovelli (2001) се спротивставуваат на тврдењето на Sargent and Wallace и завземаат став дека “дисциплинираната” фискална политика, која е неодржлива на долг рок, може да создаде притисок врз централната банка да се откаже од својата независност и да го монетаризира фискалниот дефицит, што автоматски ја зголемува потребата за координација.¹⁶² Нивното тврдење е дека дури и перфектно одржливи (на долг рок) фискални политики можат да го поткопаат политичкиот став на монетарната политика.

Втората група на теоретски истражувања за интеракцијата и координацијата на монетарната и фискалната политика покажуваат дека **монетарните обврски и импликации имаат спротивен ефект на фискалната политика**. На пример, студии што ја истражувале интеракцијата помеѓу монетарната и фискалната политика во случај кога монетарната политика води анти-инфлаторна политика дошле до заклучок дека оваа ориентација има спротивен ефект врз мотивите на фискалните власти да го намалат нивото на јавен долг (Beetsma and Vovenberg, 1999, 2000). Третата група на студии смета дека фискалните и монетарните политики базирани на правила не се ефикасни во остварувањето на зацртаните цели. Според нивните претпоставки, експанзивните фискални политики создаваат производствен јаз, односно отстапување на фактичкиот од потенцијалниот БДП, што предизвикува монетарните политики да продолжат да водат неконзистентни инфлаторни политики наместо политики на стабилизација на производството. Други автори преку примена на сопствени модели доаѓаат до слични заклучоци, односно покажуваат дека оние фискални власти кои применуваат дискрециони фискални мерки имаат негативно влијание врз оние монетарни власти кои имаат цврста посветеност кон примена на некое монетарно правило. Притоа, конечниот ефект во овие ситуации покажува дека монетарната политика е премногу контрактивна, а фискалната политика е недоволно експанзивна.

3.1.1 Потребата од координација на фискалната и монетарната политика

Промената во едната политика, ќе влијае врз ефективноста на другата политика, а оттука и врз промената на било која политика. Оттука произлегува потребата за конзистентен монетарно-фискален микс и координација на овие политики, со цел

¹⁶² Lambertini, Luca and Rovelli (2001), “Independent or Coordinated? Monetary and Fiscal Policy in EMU” An unpublished paper of Universita di Bologna.

колку што е можно повеќе да се избегнуваат тензиите и неконзистентностите. Овој политички микс е клучна компонента на советите за макроекономска политика на ММФ и на нивните програми за поддршка на економските прилагодувања, заедно со политиките во екстерниот, структурниот и финансискиот сектор.¹⁶³

Денес, како и во многу случаи во минатото, постојат забелешки за недостатокот од координација на монетарната и фискалната политика. Имено, ставовите дека монетарната и фискалната политика се насочени кон различни, неврстени цели е прилично распространето. Ова однесување се смета дека се должи на негативните последици кои настанаа во минатото, поради миксот на експанзивната фискална политика и контрацикличната монетарна политика, што доведе до прегревање на економијата и одржување на енормно високи каматни стапки.

Координацијата на монетарната и фискалната политика треба да ја земе предвид потребата за **одржливост на политиките**. Неопходен услов за ефикасна координација на монетарната и фискалната политика е тоа што двете политики мора да бидат во одржлива насока. Дури и во случај на блиска координација помеѓу монетарната и фискалната политика, координацијата нема да успее доколку среднорочниот курс на едната или на двете политики е неодржлив.¹⁶⁴

Подеднакво важно за целокупната рамка на координација е постигнувањето на **кредибилитет** од страна на двете политики. Стабилизирањето на очекувањата преку монетарната политика може да биде успешно само ако јавните финансии не допринесуваат за пораст на дестабилизирачките очекувања; остварувањето на ценовна стабилност може да доведе до многу високи каматни стапки или голема загуба на меѓународните резерви, доколку пазарите го доведат во прашање кредибилитетот на политиките како последица на неповолните перцепции на фискалната состојба. Во исто време, колку е помал кредибилитетот на монетарната политика, толку ќе биде поголем товарот на фискалната политика, бидејќи каматните стапки ќе имаат тенденција да бидат повисоки одошто обично.

¹⁶³ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra (1998): “Coordination of Monetary and Fiscal Policy”, *IMF Working paper*, WP/98/25.

¹⁶⁴ На пример, да претпоставиме дека фискалните авторитети ќе ги постават своите политики на курс што ќе го зголеми показателот на односот државен долг - БДП неограничено. На почеток, блиска координација на овој фискален план со мерките на монетарните авторитети може да послужи со цел да се лимитира реалната каматка стапка и трошоците на девизниот курс. Сепак, реалната каматка стапка и понатаму ќе има тенденција да расте низ времето, несигурноста и нестабилноста ќе се зголемат, и – дури и со силна доза на политичка координација- монетарно-фискалниот политички микс ќе постане неодржлив.

Процесот на координација, исто така, зема предвид дека прилагодувањата на монетарната и фискалната политика функционираат во **различни временски рамки**. Нормално, треба многу време за да се промени фискалната позиција преку политичка акција. Спротивно на ова, монетарната политика може да се прилагоди со промена на монетарните услови на дневна основа. Ова неизбежно бара монетарната политика да го сноси поголемиот товар во (финото прилагодување) “fine tuning” на стабилизационите политики.

Координацијата на политиките треба да биде превземена на **две различни нивоа**. **Прво**, постои потреба да се детерминираат ограничувањата кои произлегуваат на краток рок од оперативните процедури на монетарната и фискалната политика. **Второ**, координацијата на политиките, исто така, мора се справи со долгорочните макроекономски ефекти што би можеле да произлезат од состојба на неурамнотежен фискално-монетарен микс. На краток рок, координацијата на политиките е наменета да обезбеди остварување на основните финансиски услови, вклучувајќи ја и ценовната стабилност. Основните области каде што вниманието треба да биде фокусирано се **управувањето со монетарната политика и управувањето со јавниот долг**. На долг рок, проблемот на координација на политиките е во тоа како да се дизајнира балансиран микс на монетарната и фискалната политика што е погоден за одржување на економијата на нејзината потенцијална, урамнотежена развојна патека – контролирајќи ја инфлацијата и промовирајќи финансиски услови за одржлив раст. Ова подразбира лимитирање на буџетскиот дефицит на ниво кое може да се финансира преку операциите на пазарот на капитал, без притоа да се креира нарушување на алокацијата на ресурси во економијата, без прибегнување кон директно монетарно финансирање од централната банка и без потпирање на прекумерно ниво на надворешно задолжување.

Заедничкото определување на целите и политиките на монетарните и фискалните власти е основен услов за ефикасна координација на политиките. Ситуација во која различните политики не се синхронизирани една со друга, односно постои пасивна реакција во една политичка област до командна позиција во друга политичка област, нема да придонесе да се оствари целта на максимизирање на ефектите на политиките. На пример, поставување на многу рестриktivна политика за да ја компензира лабавата фискална политика, може да ги истисне приватните инвестиции и значително да ги зголеми трошоците за позајмување на државата.

Дополнително, координацијата на монетарната и фискалната политика зависи и од **развојот на финансиските пазари**. Имено, постои голем интерес од страна на монетарните и фискалните власти (Министерот за финансии) за развојот на финансиските пазарите, бидејќи тие се битни за економскиот развој и раст, го олеснуваат финансирањето на дефицитот и ги овозможуваат операциите на отворен пазар на централните банки. Како дел од развојот на финансиските пазари, од големо значење за носителите на политиките е да се вклучат во дискусии со потенцијаните пазарни учесници за пазарните практики, условите на пазарот и можните пречки. Врската помеѓу монетарната и фискалната политика зависи силно од развојот на финансиските пазари.

Потребата за координација на политиките, исто така, настанува во случај на **структурни реформи и либерализација на финансискиот сектор**.¹⁶⁵ Таквите реформи може да продолжат само во рамки на одржлива фискална политика која обезбедува макроекономска стабилност, фискална дисциплина и избегнување на даноци кои ја дискриминираат финансиската активност.¹⁶⁶ Имено, ако фискалните дефицити продолжат да се зголемуваат додека надлежните органи ги имплементираат потребните реформи во финансискиот сектор, каматните стапки би можеле да достигнат многу високи нивоа, или, ако каматните стапки се одржуваат на вештачки, ниски нивоа, или инфлацијата ќе се распламти или побарувачката за кредити, што ќе доведе до значително зголемување на нарушувањата во алокацијата на ресурсите. Во секој случај, програмата за финансиски реформи ќе биде неуспешна. Присуството на државни долгови и начинот на кој властите се справуваат со нив, исто така, ќе има силно влијание врз шансите за успех на реформите на финансискиот сектор.¹⁶⁷

3.1.2 Значење на финансискиот пазар за ефективна координација

Потребата за координација на политиките е присутна во секоја економија, без оглед на нејзината фаза на развој. Сепак, тоа ќе има различни форми во зависност од конкретната економска состојба на земјата и специфичните карактеристики на

¹⁶⁵ Leite, Sérgio Pereira (1992). Coordinating Public Debt and Monetary Management During Financial Reforms, International Monetary Fund, Working Paper WP/92/84, p.10-20.

¹⁶⁶ Заедно со подобрени правни, сметководствени и регулаторни системи во финансискиот сектор, ова се неопходните предуслови за успешна финансиска либерализација; Види World Bank (1989), World Development Report 1989.

¹⁶⁷ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra (1998): "Coordination of Monetary and Fiscal Policy", *IMF Working paper*, WP/98/25, p.20.

нејзината економија, вклучувајќи ја длабочината на нејзините финансиски пазари, режимот на девизен курс и други институционални аранжмани. Во раните фази на развој, каде што не постојат локални пазари за државен долг, централните банки имаат тенденција да го финансираат буџетскиот дефицит целосно, освен за делот кој владата го финансира од странство. Во рамките на овие околности, потребни се формални правила за да ја ограничат централната банка во финансирањето на буџетскиот дефицит со цел да се избегне прекумерна експанзија на домашни кредити. Оттука, постоењето на рамка која ефективно ја предвидува побарувачката на широката парична маса (“broad money”), како и изворите на домашните кредити, односно рамка за програмирање на поширока маса, е особено корисно за олеснување на балансираниот фискално- монетарен микс.

Аукцијата на краткорочни ликвидни државни хартии од вредност често служи како појдовна точка во развојот на пазарот на пари. Во раните фази на развој на финансиските пазари, не постои секундарен пазар за тргување со хартии од вредност, меѓубанкарскиот пазар е сеуште неразвиен, каматните стапки сеуште можат да се контролираат од властите и индиректните инструменти на монетарната политика само што почнуваат да се воведуваат. Сепак, трошоците за сервисирање на државниот долг се под влијание на акциите на централната банка и координацијата на политиките – главно се одвива преку програмирање на широката парична маса – што обично е од есенцијално значење за да се намали трошокот за сервисирање на долгот, додека во исто време се остваруваат целите на монетарната политика.

Со развојот на домашните финансиски пазари се појавува поголема флексибилност во детерминирањето на каматните стапки. Централната банка активно почнува да управува со вкупната ликвидност на сите нивоа (и покрај тоа што понекогаш останува главен извор на ликвидност за инструментите на јавен долг). Како што се зголемува сигнализирачката улога на каматните стапки во економијата, така употребата на рамката за програмирање на широката парична маса (broad money programming frameworks) како алатка за ефективна координација на монетарната и фискалната политика постепено ја намалува важноста. Во овој контекст, програмирањето на примарните пари (reserve money programming) станува многу важна за водење на интервенциите на централната банка на пазарот. Конечно, во фазата кога домашните финансиски пазари постануваат целосно развиени, каматните стапки се целосно флексибилни, пазарот обезбедува ликвидност на инструментите на јавниот

долг и централната банка ја управува ликвидноста на сопствена иницијатива со флексибилни, маркетбилни, пазарни инструменти. Во таква средина, **финансиските пазари реагираат брзо и силно на сигналите на монетарната политика.**

Резимирано, транзицијата од рудиментиран кон целосно развиен финансиски систем може да се подели во четири фази. Во **неразвиената фаза**, не постои владин долг надвор од централната банка и фискалните дефицити се неопходно прилагодени кон монетарната креација. Во **следната фаза** се воведуваат маркетбилните хартии од вредност, меѓутоа, не постои секундарен пазар и каматните стапки се нефлексибилни. Во **транзиционата фаза**, постои секундарен пазар за инструментите на јавен долг, каматните стапки стануваат повеќе флексибилни и централните банки водат поактивна и независна политика во управувањето со ликвидноста. Во **последната развојна фаза**, среднорочните инструменти на јавен долг се понудени на аукции, каматните стапки се целосно флексибилни и централните банки ја контролираат ликвидноста на пазарите преку индиректните пазарни инструменти (на пример, репо договорите).¹⁶⁸

Имено, во последните две фази неопходна е добра координација помеѓу фискалната политика (емитувањето на државни хартии од вредност/записи) и монетарната политика на централната банка. Структурните реформи на домашните финансиски пазари и во управувањето на фирмите, а пред се правилното разбирање на финансиските пазари е од есенцијално значење за намалување на ризикот од финансиска криза. Независноста на централната банка, што не е секогаш присутна во раните фази, нормално се воспоставува и се толкува од страна на пазарите како гаранција против формирањето на макроекономски нерамнотежи – вклучувајќи фискални нерамнотежи – и инфлација.

Сепак, таквиот “институционален кредибилитет” треба да биде поддржан и со “оперативен кредибилитет”. Конкретно, постигнувањето на целите на монетарната политика не зависи само од законот кој обезбедува заштита на независноста на централната банка, туку и од практичните договори помеѓу носителите на монетарната и фискалната политика и степенот на фискална дисциплина. Без оглед на големината на независност која и е доделена на централната банка од страна на законот, сепак, во практика, централната банка може успешно да ги спроведува само оние монетарни политики кои се добро разбрани и прифатени од страна на владата и јавноста.

¹⁶⁸Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, “Structural Reform and Market-Based Policies Heighten Need for Policy Coordination, IMF survey, June 8, 1998, p.10-12.

3.2 Интеракција помеѓу монетарната и фискалната политика

Главната сфера на интеракција помеѓу монетарната и фискалната политика се однесува на **финансирањето на буџетскиот дефицит и монетарниот менаџмент**. Притоа, ставот на монетарната политика влијае врз капацитетот на владата да го финансира буџетскиот дефицит со менување на трошоците за сервисирање на долгот и со ограничување или проширување на достапните извори на финансирање. Во исто време, финансиските потреби на државата и нејзината стратегија за финансирање поставуваат ограничување на оперативната независност на монетарната власт.

Ефектите на фискалниот дефицит врз инфлацијата и растот на производството не зависат само од неговата големина, туку и од начинот на кој се финансира. Постојат **четири алтернативни извори на финансирање на буџетскиот дефицит**: доброволното купување на државниот долг на домашниот пазар од страна на приватниот сектор, задолжување од странство, принудно купување на државен долг¹⁶⁹ и трансфер на средства од централната банка (во форма на директен кредит на централната банка, трансфер на профитите на централната банка на трезорот и квази-фискални активности превземени на сметката на државата).¹⁷⁰

Доброволното купување на државниот долг од страна на локалните и странските инвеститори претставува преферирана стратегија за финансирање, бидејќи ги ограничува негативните последици од големите фискални дефицити, како што се инфлаторните притисоци и заслабнувањето на надворешната позиција на економијата. Постојењето на јасни пазарни сигнали при доброволното купување на државниот долг обезбедува непосредни и релевантни информации на инвеститорите и јавноста во однос на последиците од било кое дадено ниво на финансирање на владата. Спротивно на тоа, другите извори на финансирање може значително да ги зголемат проблемите кои произлегуваат од големиот буџетски дефицит. **Порастот на кредити од централната банка** ја забрзува креацијата на домашни кредити поставувајќи притисок врз меѓународните резерви и на примарните пари, што доведува до пораст на инфлаторните притисоци. **Ако државните хартии од вредност се пласираат**

¹⁶⁹ Како што е создавањето на пазари на “заробеништво” (captive) за државни хартии од вредност принудувајќи институции, како што се банките и пензиските фондови, да инвестираат одреден дел од нивните портфолија во таквите хартии од вредност.

¹⁷⁰ Fry, Maxwell J. (1995). Money, Interest, and Banking in Economic Development, Second Edition, The Johns Hopkins University Press.

задолжително, тоа предизвикува финансиска репресија, што понатаму доведува до значително истиснување на приватните инвестиции од финансиските пазари.

Конечно, ако дефицитот е примарно финансиран од странство, тоа би можело да доведе до прекумерно потпирање на надворешно задолжување, што значително ја поткопува способноста на државата за отплаќање на нејзините надворешни долгови. Земјите во развој се потпираат многу повеќе на централната банка при финансирањето на буџетскиот дефицит во однос на индустриски развиените земји.¹⁷¹ На пример, во средно развиена ОЕЦД земја, нето-кредитот кој централната банка го одобрила на државата изнесува само 12% од вкупниот нето-кредит кој банкарскиот систем го одобрил на државата, додека тој изнесува 66% во средно развиена земја во развој. За понатамошна споредба на овие две категории на земји, средно развиена ОЕЦД земја го финансира својот буџетски дефицит со повеќе од 50% доброволно кредитирање од страна на домашниот приватен сектор во споредба со 8% во средно развиена земја во развој.

За подобро да се разбере односот помеѓу монетарната и фискалната политика, врската помеѓу буџетскиот дефицит, вклучувајќи ги трезорот, централната банка и изворите за негово финансирање може да се изрази на следниот начин:¹⁷²

$$D(t) = [B(t) - B(t - 1)] + [M(t) - M(t - 1)]$$

каде што $D(t)$ е буџетскиот дефицит на владата на готовинска основа, $[B(t) - B(t - 1)]$ е нето износот на пласирани државни обврзници (странски и домашни) и $[M(t) - M(t - 1)]$ е промената во монетарната база што произлегува од кредитот на централната банка на државата. Притоа, само два елемента од вкупно три во равенката можат да се определат егзогено.

Проценката на равенката покажува дека без координација помеѓу монетарната и фискалната политика се појавуваат **три можни сценарија**. Во првото сценарио, **централната банка е доминантна**, при што монетарните власти ја детерминираат

¹⁷¹ Види дополнително Fry (1995). Проценките во овој параграф се базираат на група составена од 111 земји за кои постојат податоци за буџетскиот дефицит; 21 од овие земји се ОЕЦД членки и останатите се именувани како “земји во развој”.

¹⁷² Види Sundararajan, V., Dattels, P., McCarthy S. Ian, Castello-Branco, M. and Blommestein, Hans J. (1994). The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition – Issues and Lessons from Experience, IMF, Working Paper WP/94/148, p.20-45. Буџетскиот дефицит во равенката (1) е дефиниран на готовинска основа, меѓутоа по потреба може да се дефинира на пресметковна основа со тоа што се вметнува на десната страна на равенката дополнителен термин кој треба да ја претставува акумулацијата на заостанатите долгови.

стапката на раст на монетарната база независно од финансиските потребни на државата. Можноста за финансирање на домашниот и странскиот финансиски пазар ја ограничуваат големината на буџетскиот дефицит преку висината на каматните стапки и обемот на финансиски средства.

Во второто сценарио, **Министерството за финансии е доминантно**, при што фискалните власти ја одредуваат големината на буџетскиот дефицит без да се консултираат со монетарната власт. Со оглед на дадените можности за финансирање на пазарот на обврзници, монетарната власт тогаш е обврзана да ја понуди која и да е потребна количина на финансиски средства во форма на монетарна база (на пример, директен кредит на владата), што може да доведе до пораст на притисоците врз инфлацијата и меѓународните резерви. Покрај тоа, зголемената нестабилност предизвикана од високата инфлација го задушува развојот на домашниот финансиски пазар.

Конечно, во третото сценарио, **централната банка и Министерството за финансии се однесуваат како да се независни**, при што монетарните и фискалните власти можат да донесат неконзистентни одлуки во врска со растот на монетарната база и големината на буџетскиот дефицит. Фискалните власти го финансираат само оној дел од буџетскиот дефицит кој не е покриен со средства од сеиноражот на домашните и странските пазари на обврзници. Ако домашните финансиски пазари не се добро развиени нема да бидат во позиција да ги обезбедат потребните средства, како и при достигнување на горна граница на пристапот до странските извори на финансирање, фискалната и монетарната политика превземаат подредена улога како во преходните две сценарија. Дополнително на ова, дури и во присуство на добро развиени домашни пазари на капитал, ако фискалните цели не се во согласност со целите на монетарната политика, каматните стапки на домашниот пазар на обврзници се зголемуваат до многу високи нивоа или државните долгови достигнуваат неодржливи размери.

Координацијата на фискалната и монетарната политика обезбедува подобар резултат во било кое погоренаведено сценарио, бидејќи развојот на процедурите на монетарниот менаџмент и управувањето со долгот во најголем број случаи ги дава посакуваните резултати и за двете политики.

3.2.1 Импактот на монетарната политика врз менаџментот со јавен долг

Акциите на монетарните власти ќе влијаат врз менаџментот на јавниот долг преку различни канали, вклучувајќи го ставот на монетарната политика, изборот и дизајнот на инструментите на монетарната политика и мерките кои се преземаат за унапредување на развојот на домашните финансиски пазари.

3.2.1.1 Ставот на монетарната политика

Капацитетот на владата да го пласира долгот по понизок финансиски трошок во голема мера зависи од ставот на монетарната политика. **Експанзивната монетарна политика** иницијално овозможува пласирање на јавниот долг на пазарот по пониска каматна стапка. Сепак, ако инфлацијата го следи имплементирањето на таквата несовесна монетарна политика или ако буџетскиот дефицит се зголеми рапидно со оглед на преовладувачките ниски трошоци за сервисирање на јавниот долг, номиналните каматни стапки имаат тенденција да се зголемуваат имплицирајќи капитална загуба за инвеститорите. Во овој случај, инвеститорите бараат повисоки каматни стапки за да ги покријат перцепираните ризици, трошоците за сервисирање на долгот растат и фискалните власти мора да го намалат примарниот дефицит за да одговарат на расположливите извори на финансирање. Од друга страна, **рестриktivната монетарна политика** првично може да го зголеми трошокот за сервисирање на долгот за владата, но ако се применува на координиран начин со прудентна фискална политика може да помогне да се изгради кредибилитет кој доведува до намалување на очекувањата за капиталната загуба и оттука намалување на каматните стапки што понатаму обезбедува одржлив развој на домашните финансиски пазари.

Ако монетарната власт спроведува **воздржани политики без одреден степен на координација со фискалната власт**, резултатот може да биде контрапродуктивен, бидејќи согласно горенаведеното е многу тешко монетарната политика да биде кредибилна ако фискалната политика не е. Во овој случај, соодветниот степен на монетарна воздржаност може дополнително да ги влоши буџетските трошоци за

сервисирање на долгот и со тоа да ја поткопа одржливоста на фискалната позиција (**т.н ефект на снежни топки**).¹⁷³

Во екстреман случај, контраktivната монетарна политика може да доведе до непосакуван експанзивен ефект врз агрегатната побарувачка преку **зголемените каматни плаќања на јавниот сектор**. Ако монетарната политика не е подготвена да се откаже од својот цврст политички став, бидејќи ценовната стабилност ќе биде сериозно загрознена, фискалните власти тогаш мора да се стремат кон зголемување на примарниот фискален суфицит. Дополнително на ова, затегнувањето на монетарната политика може да ја влоши фискалната ситуација како резултат на високите каматни стапки што би можеле да ја потиснат економската активност, а со тоа и да ги намалат даночните приходи, додека во исто време пониската стапка на раст може да предизвика зголемување на односот долг/БДП. Конечно, како резултат на пониската стапка на економски раст, експанзијата на примарни пари значително се забавува и сеиноработ се намалува.¹⁷⁴

3.2.1.2 Инструменти на монетарната политика

Изборот и дизајнот на инструментите на монетарната политика, исто така, имаат директно влијание врз капацитетот на фискалната власт да го пласира јавниот долг на финансискиот пазар во посакуваниот износ и по разумни трошоци.¹⁷⁵ Конкретно, монетарните власти можат да помогнат во намалување на трошоците за сервисирање на јавниот долг преку подобрување на ликвидноста на државните хартии од вредност со користење на операциите на отворен пазар и модалитетите на регулативите на дисконтниот прозорец и задолжителната резерва.

Во извршувањето на операциите на отворен пазар, централната банка мора да донесе одлука дали ќе интервенира преку тргување со нејзините сопствени записи или депозити или со државните хартии од вредност. **Изборот помеѓу овие два**

¹⁷³ Види Банка за меѓународни порамнувања (BIS – Bank of International Settlements, 1992) каде што овој проблем е дискутиран во случајот на бројни ОЕЦД земји. Sargent and Wallace (1981) го дискутираат “snowball effect” од формална гледна точка. BIS (1992). Some Current Issues in Fiscal Policy and their Implications for the Conduct of Monetary Policy.

¹⁷⁴ Види Dornbusch, R. (1996). Debt and Monetary Policy: The Policy Issues, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics.

¹⁷⁵ Види Balino, J.T. (1995). Central Bank Independence and Coordination of Monetary Policy and Public Debt Management, in André Lara Resende, Policies for Growth. The Latin American Experience, IMF.

инструменти зависи од финансискиот пазар и од способноста на монетарните и фискалните власти да ги координираат таргетите на политиките и оперативните процедури. Идеалниот избор од аспект на функционирањето на финансискиот пазар е монетарната политика да ги спроведе операциите на отворен пазар со државни хартии од вредност на секундарниот пазар, додека трезорот да го пласира долгот на примарниот пазар. Ова дозволува фискалните и монетарните авторитети истовремено да ги следат нивните сопствени цели, додека државните хартии од вредност да ја добијат потребната ликвидност. Сепак, во отсуство на секундарен пазар, фискалните и монетарните власти треба да оперираат на примарниот пазар. Во овој случај, важноста на политиката на координација е од пресудно значење за ефективно остварување на целите на монетарната и фискалната политика.

Ако координацијата помеѓу централната банка и трезорот е тешко да се постигне, централната банка може да емитира сопствени хартии од вредност/записи за да ги оствари целите на монетарната политика, додека трезорот може да емитира државни хартии од вредност/записи за да ги поддржи целите на менаџментот со долг. Сепак, дури и во овој случај е потребен одреден степен на координација со цел да се постигне ефикасна сегментација на пазарот (на пример, при справување со хартии од вредност кои имаат различен рок на достасување). Ова помага да се избегне непосредната конкуренција помеѓу фискалните власти – кои се обидуваат да го намалат трошокот за сервисирање на долгот – и монетарните власти – кои се трудат да ги одржат каматните стапки доволно високи за да се спречи прекумерна акумулација на ликвидност. Таквата конфронтација резултира со зголемување на трошоците на позајмување и на двете политички власти.

3.2.1.3 Импактот на менаџментот со јавен долг врз монетарната политика

Исто како што монетарната политика има директно влијание врз способноста на фискалната власт да го пласира долгот на пазарот, така и финансиската стратегија на владата влијае на однесувањето на монетарната политика и поставува ограничувања на оперативната автономија на централната банка. Модалитетите на менаџментот со јавен долг влијаат на каматните стапки, додека финансиското работење на владата, генерално, може да ја искомплицира задачата на централната банка да го одржува стабилно однесувањето на монетарните агрегати. Покрај тоа, менаџментот со јавен

долг може да ја промени побарувачката за пари и да влијае врз развојот на локалните финансиски пазари.

Перцепираната одржливост на јавниот долг има влијание врз каматните стапки. Конкретно, ако растот на долгот од страна на учесниците на пазарот се посматра како неодржлив, кредибилноста на целокупниот фискално-монетарен микс ќе се намали и каматните стапки ќе пораснат. Во земји каде што капиталната сметка е либерализирана, високите каматни стапки за возврат ќе привлечат капитал од странство кој ќе бара операции на монетарна стерилизација од страна на централната банка, што дополнително ќе доведе до компликации на монетарното управување.

Одржливоста на јавниот долг е во функција на големината на долгот, просечниот рок на достасување и врската помеѓу просечната каматна стапка и стапката на раст на БНП. Високо ниво на јавен долг во однос на БНП од страна на учесниците на пазарот се перцепира како закана за кредибилитетот и ефикасноста на монетарната политика, бидејќи тоа може да вклучува ризик од идна монетаризација или може да биде индикатор за постоечката слаба позиција на фискалната политика. Овие проблеми значително се зголемуваат како што просечната должина на достасување на јавниот долг се намалува и показателот на финансиски потреби на владата во однос на монетарната база се зголемува, со што се намалува расположливиот просторот за маневрирање на фискалните авторитети. Во краен случај, ако реалните каматни стапки ја надминуваат стапката на раст на реалниот БНП, состојбата на долгот ќе се зголеми како сооднос на БНП што придонесува за фискална нестабилност и потенцијална неодржливост на долгот.

Ако настане проблем со одржливост на долгот, најдобро решение е да се спроведе **програма на фискално прилагодување**, која овозможува да се намалат финансиските потреби на државата и евентуално генерира буџетски суфицит кој создава средства за намалување на состојбата на долгот на одржливи нивоа. Фискалните власти треба да го избегнат решавањето на проблемот на зголемено ниво на јавен долг преку замена на финансирањето преку финансискиот пазар со кредит од централната банка што најчесто доведува до инфлација, или преку присилни должнички пласмани што доведува до финансиска репресија. Која и да е понудена алтернатива доведува до комплицирање наместо олеснување на задачата на монетарните власти.

Менаџментот со јавен долг може да влијае врз побарувачката на пари на неколку начини.¹⁷⁶ Прво, зголемувањето на државни хартии од вредност во отсуство на Рикардијанската еквиваленција може да доведе до позитивен ефект на богатството што резултира во тенденција на зголемување на вистинската рамнотежа. Второ, ликвидните државни хартии од вредност можат да бидат замена за парите, што ја намалува побарувачката на пари. Конечно, нивото на јавен долг што се перцепира како неодржливо создава очекувања за идната инфлација, како што напомниме претходно, а со тоа се намалува побарувачката за пари. Во прилог на менаџментот со јавен долг, други финансиски операции на владата имаат влијание врз монетарната политика. Поточно, промените во државните депозити кај централната банка непосредно ја променуваат монетарната база, поради што централната банка ќе мора да го надомести ова преку операциите на отворен пазар.

Конечно, како во случајот на монетарната политика, операциите на политиката на јавен долг можат да помогнат во развојот на домашниот финансиски пазар. Умерената експанзија на јавниот долг може да помогне во развојот на финансискиот пазар, додека многу брзата експанзија на долгот може да го задуши таквиот развој.

3.3 Монетарните и фискални политики во услови на различни девизни курсеви

3.3.1 Режим на фиксен девизен курс

Во рамките на режим на фиксен девизен курс,¹⁷⁷ мала земја која е соочена со совршена мобилност на капиталот и непостоење на нетрговани стоки смета дека фискалната политика е делумно ефикасна во влијанието на агрегатната побарувачка, додека монетарната политика останува целосно неефикасна. **Фискалната политика е особено ефикасна во влијанието врз агрегатната побарувачка**, бидејќи фискалниот став не влијае врз каматната стапка (која секогаш останува на исто рамниште со меѓународната каматна стапка) или девизниот курс (кој е утврден врз основа на политичка одлука). Во такви околности, експанзивната фискална политика нема да доведе до било какво истиснување на активноста на приватниот сектор. Притоа,

¹⁷⁶ Balino, J.T. (1995). Central Bank Independence and Coordination of Monetary Policy and Public Debt Management, in André Lara Resende, Policies for Growth. The Latin American Experience, IMF, p.14-30.

¹⁷⁷ Дискусијата на режимот на фиксен девизен курс, исто така, опфаќа случај на режим на предодредено номинално сидро(кадешто наместо фиксирање на номиналната вредност на девизниот курс се фиксира номиналната промена на вредноста на девизниот курс.

оптималниот фискално-монетарен микс се утврдува врз основа на структурните карактеристики на економијата.

Недостатокот на ефикасност на монетарната политика под фиксен режим на девизен курс произлегува од фактот дека секоја експанзија на нивото на домашните кредити ќе се компензира со еквивалентно намалување на нивото на нето девизните резерви, без влијание врз монетарните агрегати. Иницијалното зголемување на понудата на пари кое ја следи експанзијата на домашните кредити, ќе доведе во брзо паѓање на локалните каматни стапки. Како резултат на ова, ќе настанат капитални одливи, што за возврат ќе резулира во губење на девизни резерви и намалување на паричната маса. Капиталните одливи ќе продолжат се додека локалната каматна стапка не се врати на нејзиното првобитно ниво. Во краен случај, единствениот ефект на експанзивната монетарна политика ќе биде промена во композицијата на изворите на понудата на пари, без да настане промена на целокупното ниво на монетарни агрегати или на каматната стапка.

Сепак, овие заклучоци треба да бидат квалификувани доколку мобилноста на капиталот е помалку совршена или доколку постојат нетрговани добра. Ако движењето на капиталот е помалку од совршено, фискалната политика ќе загуби дел од нејзината ефикасност, бидејќи домашните каматни стапки сега ќе се движат во одговор на промените на ставот на фискалната политика. Ова, пак, ќе доведе до некои истиснувања на инвестициите во приватниот сектор. На истиот начин, монетарната политика ќе се здобие со некоја ефикасност, бидејќи каматните стапки ќе можат да се движат согласно политичките акции на монетарните власти и оттука ќе се оствари влијание врз нивото на агрегатната побарувачка.

Во присуство на нетрговани добра, фискалната политика, исто така, ќе загуби дел од нејзината ефикасност, додека монетарната политика ќе добие некое влијание врз нивото на агрегатна побарувачка. На пример, експанзија на понудата на пари не само што ќе влијание врз билансот на плаќање, туку, исто така, ќе влијае и врз нивото на аутпут на нетргованите добра. Колку е поголемо учеството на нетргованите добра во вкупниот аутпут на економијата, толку поефикасна ќе биде монетарната политика под фиксен режим на девизен курс. Покрај тоа што, под фиксен режим на девизен курс економијата е заштитена од номинални шокови, сепак, таа станува сè повеќе склона кон реални шокови. Со оглед на релативната ефикасност на монетарната и фискалната политика дискутирана погоре, улогата на абсорбирач на шок во случај на егзогени

шокови ќе отпадне главно (или целосно, во случај на мала земја со перфектна мобилност на капиталот и отсуство на нетрговани стоки) на фискалната политика.¹⁷⁸

Сепак, постојат ограничувања за ефикасноста на фискалната политика во рамките на фиксен режим на девизен курс (освен оние што произлегуваат од релаксираните препоставки за перфектна мобилност на капиталот и отсуство на нетрговани добра). Овие ограничувања, кои стануваат се посилни колку што е подолг временскиот период што се разгледува, произлегуваат од заслабнувањето на довербата во одржливоста на фиксниот девизен курс после водењето на експанзивна фискална политика. Таквата политика доведува до дефицит на тековната сметка на билансот на плаќање и очекувања за девалвација од страна на учесниците на пазарот проследена со брзо зголемување на каматните стапки и појава на инфлација, што негативно се одразува на конкурентноста и економскиот раст.

3.3.2 Режим на флексибилен девизен курс

Во случај на флексибилен режим на девизен курс, монетарната политика може да се користи за да го зголеми нивото на домашен аутпут, додека фискалната политика ја губи целата ефикасност. Во присуство на совршена мобилност на капиталот и отсуство на нетрговани добра, не постои дилема дека, теоретски, **оптималниот политички микс во режим на флексибилен девизен курс се состои само од монетарна политика.** Сепак, ако структурните карактеристики на економијата се различни и покрај тоа што станува збор за флексибилен девизен курс ќе може, исто така, да се најде улога и за фискалната политика. Покрај тоа, на практично ниво, прудентната фискална политика ќе биде секогаш потребна за да се воспостави севкупен кредибилитет на политиките и да се избегне преоптоварување на монетарната политика.

Во рамки на режим флексибилен девизен курс, **монетарните шокови се целосно под контрола на властите.** Монетарна експанзија, на пример, иницијално ќе ја намали домашната каматна стапка поттикнувајќи експанзија на аутпутот. Сепак, бидејќи домашната каматна стапка сега се наоѓа на пониско ниво од меѓународните каматни стапки, ќе се појават капитални одливи. Капиталните одливи ќе доведат до депресијација на девизниот курс, што ја подобрува конкурентноста и дополнително го

¹⁷⁸ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, "Structural Reform and Market-Based Policies Heighten Need for Policy Coordination, IMF survey, June 8, 1998, p.10-12.

зголемува нивото на аутпут. Како последица на таквите високи нивоа на аутпут, побарувачката на пари значително ќе се зголеми. Девизниот курс ќе продолжи да депрецира се додека не се достигне повторно монетарна рамнотежа на ниво на меѓународните каматни стапки и на ново повисоко ниво на монетарна понуда.

Експанзивната фискална политика, сепак, ќе биде тотално неефикасна во нејзините напори да влијае врз агрегатната побарувачка, бидејќи ќе доведе до истиснување на приватните инвестиции. Порастот на јавен долг заради финансирање на повисокото ниво на фискални трошоци, ќе доведе до иницијален пораст на каматните стапки. Како последица на тоа, капиталните приливи ќе се интензивираат – сè додека каматните стапки не се спуштат на меѓународните нивоа – и девизниот курс ќе апрецира. Како резултат на тоа, загубата на конкурентноста ќе ја намали профитабилноста на приватниот сектор, кој, тогаш, ефикасно ќе биде истиснат од страна на фискалната експанзија.

Под режим на флексибилен девизен курс економијата е повеќе склона кон номинални шокови од странство. Во овој случај, монетарната политика ја презема водечката улога како абсорбер на шок која е пропорционална со степенот на мобилност на капитал и обратнопропорционална со бројот на нетрговани добра. Сепак, како што фискалната политика не беше целосно независна во случајот на фиксен девизен курс на подолг рок, така и монетарната политика има одредени ограничувања во случај на флексибилен режим на девизен курс. Конкретно, постојаната монетарна експанзија може да доведе до неодржлив процес на депресијација на девизниот курс и домашна инфлација.

3.4 Аранжмани за институционална и оперативна координација

Ефективната координација помеѓу монетарните и фискалните политики се заснова на соодветна поддршка на институционални и оперативни аранжмани. Овие аранжмани се разликуваат од земја до земја и манифестираат интензивен тренд на институционална поделба на монетарните и фискалните одговорности.

3.4.1 Аранжмани за имплементација на политиките

3.4.1.1 Независност на централната банка

Постоењето на независност на централната банка од политичка моќ овозможува намалување на инфлаторната наклонетост на владите.¹⁷⁹ Доделување на одговорности на монетарната политика преку независна централна банка која е изолирана од политички притисоци и има голем степен на оперативна автономија се смета за ефикасен начин на закотвување на монетарната политика на патеката што води кон долгорочна стабилност и зајакнување на нејзината отпорност на притисоците за замена на ценовната стабилност поради привремен пораст на аутпутот. Сепак, како што напомниме погоре, фактот дека централната банка ужива одредена форма на независност не значи дека централната банка не треба да ги координира своите операции со фискалните власти, туку, напротив, клучниот елемент на успешната рамка на монетарна политика базирана на независност на централната банка зависи од развојот на ефикасни средства за координација на политиките помеѓу централната банка и фискалната власт.

Независност на централната банка не подразбира апсолутна независност, што, во секој случај, веројатно не постои. Прашањето што се поставува тука е кој е соодветниот степен на делегирана одговорност на централната банка што овозможува изолација од политичкиот притисок. Откако се утврдува посакуваниот степен на независност на централната банка, клучно е да се донесе одлука кои се најдобрите аранжмани што треба да се основаат, како и тоа кои се соодветните механизми за да се одржи централната банка одговорна на нејзините политички акции.

Овој пристап не само што препознава дека крајната одговорност лежи во раководството на монетарната политика, туку, исто така, признава дека степенот и природата на политичката независност на централната банка се заснова на политичката структура на земјата. Покрај тоа, со цел независноста на централната банка да биде ефикасна и нејзината одговорност да биде изводлива, централната банка треба да детерминира една примарна цел. Иако одговорноста не бара стриктно определување на една цел, сепак, најголема ефикасност се постигнува кога постои само една примарна цел врз основа на која се проценуваат перформансите на централната банка. Сепак, врз

¹⁷⁹ За детална дискусија на оваа проблематика види Cottarelli, C. (1993). Limiting Central Bank Credit to the Government: Theory and Practice, IMF, Occasional Paper 110.

основа на искуството во одредени земји, примарната одговорност на централните банки треба да биде промовирањето и одржувањето на стабилноста на цените. Помеѓу законодавствата на централните банки, статутот на Европскиот систем на централни банки и ЕЦБ е јасен пример за воспоставување на ценовна стабилност како примарна цел на централната банка.¹⁸⁰ Земји кои се карактеризираат со долго искуство на мешање на владата во работата на централната банка, исто така, започнаа да се движат во тоа насока. На пример, Јапонија има донесено закон за Банката на Јапонија, според кој се овозможи зајакнување на нејзината независност и дефинирање на ценовната стабилност како нејзина примарна цел. Земји што се во транзиција, исто така, ја следеа оваа патека за што потврдуваат промените кои се појавија во Кина во 1995 година,¹⁸¹ кога стапил во сила новиот закон за централните банки.

3.4.1.2 Превенција и решавање на конфликти

Во состојба на примена на **рамка која не вклучува автономна централна банка** со јасна цел на стабилност на цени, постои опасност дека во случај на конфликт помеѓу монетарната и фискалната политика, централната банка може да биде предмет на политички притисоци и дека краткорочните разгледувања може да имаат посилен нагласок во однос на долгорочните разгледувања. Во случај на таква рамка, треба да се воведат аранжмани за да се оствари превенција од појава на неконзистентности помеѓу монетарната и фискалната политика. Ова имплицира ограничување на директното кредитирање од страна на централната банка на владите, клаузули на билансиран буџет или лимитирање на дефицитот и воспоставување на комитети за координација.

Рамка која вклучува автономна централна банка со јасна определена цел на ценовна стабилност, обезбедува аранжмани со цел заштита од појава на несаканите неконзистентности. Дополнително на ова, процесот на решавање на конфликтите помеѓу фискалната и монетарната политика е сосема јасен. На пример, ако фискалната политика е експанзивна, централната банка ќе ја затегне монетарната политика и каматните стапки и девизниот курс веројатно ќе се зголемат.

¹⁸⁰ Effros, R.C. (1994). The Maastricht Treaty, Independence of the Central Bank, and Implementing Legislation in Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences. Ed. By Tomás Baliño and Carlo Cottarelli (Washington, IMF).

¹⁸¹ За целосна анализа на искуството на Кинавиди Mehran, H., Quintyn, M., Nordman, T. and Laurens, B. (1996). Monetary and Exchange System in China: An Experiment in Gradualism, IMF, Occasional Paper 141.

Владата има две опции за решавање на овој политички конфликт: може или да ја прилагоди фискалната политика или да го промени таргетот на ценовна стабилност детерминиран од централната банка. Сепак, и двете опции тежнеат кон компромис од страна на “автономната” централна банка кој би можел да го поткопа кредибилитетот на централната банка, а оттука и кредибилитетот на секој иден обид да се намали инфлацијата.¹⁸²

3.4.1.3 Ограничување на кредитирањето на државата од страна на централната банка

Прашање кое е блиску поврзано со независноста на централната банка е степенот до кој владата може да прими директен кредит од страна на централната банка. Кога пазарите на хартии од вредност се неразвиени, директното кредитирање од страна на централната банка е главен извор за финансирање на државните потреби. Прекумерното кредитирање од страна на централната банка може да претставува закана за макроекономската стабилност. Оттука, институционалните аранжмани кои го ограничуваат директното кредитирање од страна на централната банка на владата се круцијални за подобрување на независноста на централните банки и имплицирање на ризикот од инфлација. Традиционално, законски лимити на јавниот долг се наметнати на предвремените плаќања од страна на централната банка и пречекорувањата на владата.¹⁸³ Значајно е да се забележи дека ефикасноста на таквите законски ограничувања не е совршена, бидејќи постојат начини со кои може истите да се заобиколат. Оттука, властите мора да се осигураат дека индиректното кредитирање нема да биде обратнопропорционално со нивните објавени цели.

Оние земји кои се во развиена фаза во еволуцијата на процесот на координација, се одликуваат со поголема веројатност дека ќе имплементираат аранжмани (договори) со кои ќе се забрани директното кредитирање на владите од страна на централната банка. Сепак, индиректното кредитирање од страна на централната банка, а тоа е, доброволното купување на државни хартии од вредност на секундарниот пазар (преку операции на отворен пазар, репо договори и прифаќање на државни хартии како

¹⁸² Baliño, T.J.T (1995). Central Bank Independence and Coordination of Monetary Policy and Public Debt Management, in André Lara Resende, Policies for Growth, The Latin American Experience, IMF, p.10-35.

¹⁸³ Види Cottarelli, C (1993). Limiting Central Bank Credit to the Government: Theory and Practice, IMF, Occasional Paper 110. and Leone, A (1991). Effectiveness and Implications of Limits on Central Bank Credit to the Government, in the Evolving Role of Central Banks, ed. By Patrick Downes and Reza Vaez-Zadeh, IMF.

коллатерал за рефинансирање на банкарскиот систем) е нормално дозволено, така што централната банка ќе може да управува со целокупната ликвидност на системот преку пазарот на државни хартии од вредност. Во повеќето земји, ова е најликвидниот сегмент на пазарот на пари.

Мастришката спогодба е добар пример за институционален аранжман дизајниран по овие линии. Овој договор забранува пречекорувања или било кој друг вид на кредитно олеснување од страна на идната ЕЦБ или од постоечките централни банки на ЕУ во корист на европските влади. Освен тоа, договорот забранува и директно купување на државни хартии од вредност на примарниот пазар од страна на ЕЦБ или централните банки на земјите од ЕУ. Конечно, купувањата на секундарниот пазар се под засилен мониторинг со цел да се избегнат можните заобиколувања поврзани со забраната на директното кредитирање на владите. Сепак, колку се почитуваат овие институционални ограничувања ќе согледаме во глава 4.

3.4.1.4 Рамнотежа на буџетот и лимитирање на буџетскиот дефицит (фискална дисциплина)

Како фискална паралела со правната независност на централната банка од голема важност е да се напомене дискусијата во некои земји во однос на институционалните аранжмани за промовирање на фискалната дисциплина. Потребата да се обноват и заштитат здравите јавни финансии, доведе до ситуација голем број на земји да размислуваат за воведување на фискални правила, што се рефлектира во дискусии за амандмани на балансиран буџет во САД и Пактот за стабилност и раст кој подоцна со согласност на сите земјите членки ги усвои потребните фискални правила врз кои денес почива фискалната дисциплина на ЕУ.¹⁸⁴ Колку од овие правила се почитуваат и колкава е нивната ефикасност ќе видиме во четвртата глава.

За таквите аранжмани да бидат ефикасни, важно е да се избегнат “истекувањата” (leaks) што може да настанат како последица на вонбуџетски

¹⁸⁴ Пактот за стабилност и раст обезбедува рамка за буџетска дисциплина помеѓу потенцијалните учесници во фазата 3 на Европската монетарна унија, односно кога неотповикливото врзување на девизните курсеви мора да се случи. Овој пакт обезбедува систем за рано предупредување, во кој се идентификуваат сериозните отстапувања на одредена земја од нејзините среднорочни фискални планови и соодветно на тоа се даваат препораки за корективна акција пред дефицитот да ја надмине неговата референтна вредност.

трансакции, нефинансирани пензиски обврски¹⁸⁵, други идни обврски и квази-фискални операции. Во однос на последното, избегнувањето на квази-фискалниот дефицит предизвикан од загубите на централната банка заслужува посебно внимание во контекст на координација на монетарната и фискалната политика. Централните банки не се – и не треба да бидат – водени од цели за максимизирање на профитот.

Сепак, тие можат да имаат значителни профити и загуби, и нивниот третман може да има важни импликации за монетарната политика и менаџментот со јавен долг. Според ова, важно е да се направат соодветни аранжмани, по можност однапред, со цел да се осигура дека загубите, кои генерално доведуваат до монетарна експанзија, не се мешаат со примарната цел на централната банка за контрола на инфлацијата. Затоа, многу закони и прописи на централните банки содржат одредби во поглед на третманот на загубите. Имено, таквите загуби нормално треба да бидат покриени од страна на Владата, бидејќи генерално тие резултираат од функциите на централната банка кои се квазифискални по природа или од имплементирањето на монетарната политика, која е составен дел на државните макро политики.¹⁸⁶

3.4.1.5 Аранжмани на валутен одбор

Аранжманите на валутен одбор, АВО (Currency board arrangements – CBAs), кои опфаќаат различни институционални практики, исто така, можат да го подобрат кредибилитетот. АВО секогаш се карактеризираат со монетарен режим во рамките на кој е изведена експлицитна обврска за претворање на домашната валута во одредена странска валута по фиксен девизен курс. Таквата определба е комбинирана со придружени рестрикции на емитувачката функција на монетарната институција со цел да се обезбеди исполнување на обврската на АВО.¹⁸⁷ Овие рестрикции нормално вклучуваат барања дека монетарните обврски на АВО ќе треба да бидат покриени со девизни средства.

¹⁸⁵ Undunded pension liabilities- пензиски план каде што работодавачот плаќа надоместок за пензиско осигурување од тековниот приход. Ова значи дека работодавачот не ги трга парите настрана или не ги инвестира парите на регуларна основа за да ја финансира пензијата. Очигледно, нефинансираните пензии носат со себе поголем ризик и за пензионерот и за работодавачот. Ако компанијата поминува низ тежок период, пензионерот нема да може да ја добие пензијата во текот на неговото пензионирање, додека работодавачот има повисоки тековни обврски.

¹⁸⁶ Види Vaez – Zadeh, R (1991). Implications and Remedies of Central Bank Losses, in *The Evolving Role of Central Banks*, ed. By Patrick Wownes and Reza Vaez –Zadeh, IMF.

¹⁸⁷ За целосна дискусија за аранжманите на валутен одбор види Baliño, T. J. T, Enoch, C., Ize, A., Santiprabhob, V. and Stella, P. (1977). *Currency Board Arrangements: Issues, Experiences, and Implications for Fund-Supported Programs*, IMF, Occasional Paper151.

Усвојувањето на јасни и обврзувачки монетарни правила кои ги поврзуваат монетарните обврски на централната банка со нејзините девизни средства – и одржувањето на доволно девизни резерви за кредибилна поддршка под секаква околност – обично ги ограничуваат монетарните власти од прекумерното кредитирање на владата или банкарскиот систем. Така, со целосна контрола врз сопствените нето средства, АВО можат да обезбедат исполнување на нивната обврска за одржување на ценовна стабилност.

АВО дава многу мал простор за дискрециона монетарна политика и со тоа, барем од теоретски аспект, тие ја нудат најдобрата заштита од притисоци за монетарно финансирање на владата. Таквата рамка на монетарната политика има **две основни импликации за фискалната политика. Прво**, бидејќи буџетскиот дефицит не може да се монетаризира, потребна е дисциплина со цел да се обезбеди конзистентност на дефицитот со расположливите финансиски извори на пазарот. **Второ**, бидејќи АВО ја лимитираат флексибилноста на монетарната политика, фискалната политика мора да го поднесе товарот на спроведување на целите на макроекономската политика. Како резултат на тоа, **фискалната политика и менаџментот со јавен долг мора да останат флексибилни и силни**. Така, АВО може да се посматраат како особено **здрави аранжмани за ефикасна координација на монетарните и фискални политики**.

Искуството на некои земји (особено Аргентина, Естонија и Литванија) покажува дека АВО беа ефикасни во промовирањето и одржувањето на фискалната дисциплина. Сепак, тие не мора да гарантираат целосна фискална дисциплина. Во посебен случај, тие не го спречуваат генерирањето на заостанати државни долгови. На пример во Цибути, владините долгови изнесуваа 7% од БДП во 1993-тата година. Исто така, искуството во Панама покажува дека цврстите монетарни аранжмани не мора да гарантираат фискална дисциплина ако постои доволен пристап до позајмувања од странство. Покрај фактот што американскиот долар имаше улога на главна валута, владата имаше значителен буџетски дефицит во текот на 1980-тите, кој беше финансиран главно од надворешно задолжување и акумулација на надворешни долгови, што изнесуваа околу 46% од БДП до крајот на 1994-тата година.

3.4.2 Поврзаноста помеѓу Централната банка и Министерството за финансии

Правната рамка за управување со јавниот долг го овластува трезорот или Министерството за финансии (МФ) да позајмува во име на владата, додека централната банка нормално се однесува како фискален агент на државата. До некој степен, таквите организации се наследство од минатото, кога централните банки беа првично формирани како мулти-функционални институции со намера да ги одржуваат владите целосно финансирани. Овие институционални аранжмани ја олеснуваат координацијата на политиките, но понекогаш може да доведе до конфликт на интереси помеѓу обврските на централната банка како монетарна власт и како фискален агент. Во случај на конфликт, централната банка веројатно ќе даде приоритет на нејзините должности како монетарна власт. Аранжманите кои се соодветни за одредена земја најверојатно се менуваат со текот на времето, во согласност со економскиот напредок и развој во областа на либерализација на финансискиот сектор и реформи.

Во моментов, сепак, има тренд кон “развод” помеѓу менаџментот со долг и монетарната политика што во некои случаи вклучува намалување на улогата на централната банка како фискален агент, додека истовремено се зголемува одговорноста на агенцијата задолжена за управување со долгот во врска со политичките одлуки на полето на државно финансирање. Сепак, постојат предуслови за таков “развод” за да се овозможи остварување на основните цели на економската политика, вклучувајќи ги стабилната економска рамка, развојот на финансискиот пазарот и усвојувањето на индиректните инструменти на монетарната контрола. Во контекст на овој “развод” помеѓу менаџментот на јавен долг и монетарната политика се интензивираше важноста од координација на монетарната и фискалната политика и локацијата на функциите на менаџментот на јавен долг и централната банка.

3.4.2.1 Локација на функциите на менаџментот на јавен долг

Менаџментот на јавен долг се состои од голем број на одделни, но поврзани **функции** кои вклучуваат формулирање на инструменти (**политичка функција**), проекција на фискални барања и формулација на програма на долгот (**функција на планирање**), продажба на аранжмани (**функција на продажба**), менаџмент на државните парични средства (**фискалната функција**), менаџмент на состојбата на

државниот долг (**функција на секундарниот пазар**), обезбедување на совети на трезорот во врска со горенаведените функции на управување со долгот (**советничка функција**) и менаџмент на евиденција на управување со долгот и состојбата на државен долг (**сметководствената функција**).¹⁸⁸

Овие функции може да се лоцираат кај трезорот, МФ или централната банка. Не постои јасна шема во однос на нивната посакувана локација. Сепак, историски, општествено-политички и економски фактори играат важна улога, како и развојот на аранжмани во согласност со економскиот напредок и можностите за имплементација на пазарно-ориентирана стратегија на управување со долгот. На едната страна на спектарот, постојат земји во кои централната банка е единствен финансиски агент на државата и продава хартии од вредност на примарниот пазар. Покрај тоа, од централната банка може да се побара да обезбедува директен кредит на државата. Како што веќе напознавме, поставувањето на мулти-функционални централни банки со одговорност за одржување на владите целосно финансирани, доведува до тоа повеќето од функциите на менаџментот со долг да се доделат на централната банка. На другата страна на спектарот, Министерството за финансии (МФ) или самостојно ја завршува работата, или се потпира на агенција што ги извршува неговите одлуки и која се наоѓа под негова директна контрола.

Главните цели на менаџментот со јавен долг ќе бидат пресудни во детерминирањето на локацијата на функциите на менаџментот со долг. Кога развојот на секундарните пазари е главна цел на менаџментот со долг, тогаш централната банка може да има значително влијание во одредени клучни одлуки поврзани со издавањето, типот, големината и тајмингот. Ова ќе биде типично **за земјите во транзициона фаза** на процесот на координација. Од друга страна, **за земјите во развиена фаза**, минимизирањето на трошоците за камати може да биде главна цел, и генерално, трезорот управува со повеќето аспекти на политиката со долг. На пример, **Банката на Канада** однесувајќи се како финансиски агент на владата, успеала да оствари големо влијание врз политиката на управување со јавниот долг. Сепак, трезорот превзема многу пожестока улога по средината на 1980-тите, кога минимизирањето на трошоците за камати стана негов главен интерес. **Во САД** каде секундарниот пазар на државни

¹⁸⁸За детално истражување во врска со функциите на управување со долгот види Sundararajan, V., Dattels, P., McCarthy S. Ian, Castello-Branco, M. and Blommestein, Hans J. (1994). The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition – Issues and Lessons from Experience, IMF, Working Paper WP/94/148, p.20-45.

хартии од вредност е добро развиен, минимизирањето на трошоците за камата е исто така главна цел и трезорот е тој што управува со повеќе аспекти на политиката со јавен долг. Во **Франција**, започнувајќи од 1986 година, политиката на владата се состоеше во привлекување на меѓународни инвеститори со основна цел минимизирање на трошоците за камати; трезорот беше задолжен за поголем дел од клучните функции, а особено за политичката функција, функцијата на планирање, фискалната и секундарната функција.

3.4.2.2 Воспоставување на посебна канцеларија за менаџирање на долгот

Прашање кое заслужува посебно внимание во контекст на маркетинбилните стратегии за управување со долгот е формирањето на одделна канцеларија за менаџирање на долгот, која овозможува формална поделба на целите, инструментите и функциите. Таква патека беше следена од страна на неколку земји како што беа **Нов Зеланд, Шведска и Ирска**, во кои развојот на финансиските пазари дозволи во голема мера да се прифати **минимизирањето на трошоците како главна цел на менаџментот на јавен долг**. Сепак, основањето на ваква канцеларија не ја намали потребата за координација помеѓу монетарната и фискалната политика. Ова е потврдено со специфичните аранжмани кои беа имплементирани во овие три земји кои понудија формални и неформални средства за координација.¹⁸⁹

Сепак, во земји каде пазарите се сеуште неразвиени и рудиментирани, поставувањето на посебна канцеларија (оддел) за менаџирање на долгот може да го комплицира, наместо да го подобри бавниот развој на различните функции на менаџментот со долг.

3.4.2.3 Комитети за координација

Координацијата во спроведување на монетарната и фискалната политика може да се постигне преку формални и неформални комитети за целите на менаџментот на долг. Овие комитети – нормално составени од преставници на Министерството за финансии, секторот за јавен долг и централната банка – се состануваат на редовна основа за да разменат информации поврзани со финансиските барања на државата, да дискутираат и анализираат за резултатите од проекциите за

¹⁸⁹ Види Sundararajan (1994) за опис на аранжманите во овие земји.

готовина на државата, да вршат мониторинг на целокупната ликвидност и пазарен развој и да дискутираат за стратегијата за остварување целите на менаџментот на јавен долг и монетарниот управување. Овие комитети се особено значајни во раните фази на пазарниот развој – транзиционата фаза во еволуцијата на процесот на координација што беше нагласена погоре во текстот. Тие обезбедуваат средства за членовите да се запознаат со поединечни цели и оперативни процедури, додека истовремено помагаат да се изгради консензус за тоа како менаџментот на долг и монетарниот менаџмент треба да се спроведуваат за да се оствари взаемно зајакнување. Подоцна, откако ќе се постигне заедничко разбирање за целите и оперативните аранжмани, ефективната координација може да се базира на неформални контакти и зачестеноста на формални состаноци може да се редуцира.

3.4.3 Координација на политиките на оперативно ниво

Координацијата на политиките на оперативо ниво е исто така критична димензија на координацијата на монетарната и фискалната политика. На макро ниво, рамките за монетарно програмирање може да бидат најважни во спречувањето на недоследностите на фискално-монетарниот микс, а координацијата на операциите е од клучно значење за секојдневна имплементација на монетарните и фискалните политики – микро перспектива.

3.4.3.1 Монетарно програмирање : рамка за политички микс

Монетарниот програм – тоа е рамка за дизајнирање на кохерентна монетарна политика насочена кон остварување на одредени монетарни таргети во рамките на определен временски хоризонт – ја вклучува интеракцијата помеѓу монетарната и фискалната политика.¹⁹⁰ Имено, овој програм обично вклучува рамка за месечни и квартални проекции на клучните монетарни агрегати – што често се нарекува програма на широката парична маса (**a broad money program**) и оперативна рамка за неделни и дневни прогнози на основните елементи на билансот на состојба на централната банка – или програма на примарни пари (**a reserve money program**). **Програмата на широка парична маса** се очекува да обезбеди процена на

¹⁹⁰ Bernard Laurens and Enrique G. de la Piedra, “Structural Reform and Market-Based Policies Heighten Need for Policy Coordination, IMF survey, June 8, 1998, p.10-12. Монетарната програма, исто така, служи како алатка за планирање на централната банка во дизајнирањето на нејзините монетарни операции.

монетарниот став врз основа на монетарните таргети поставени од монетарните власти во однос на фискалните сметки и билансот на плаќање. **Програмата на примарни пари** ја обезбедува централната банка со оперативна рамка или готовински тек, што ќе помогне во секојдневното монетарно управување. Со оглед на тоа што спроведувањето на директниот монетарен менаџмент има потреба само од програмата на широка парична маса, употребата на индиректни инструменти има потреба од програмата на примарни пари.¹⁹¹

3.4.3.2 Монетарното програмирање во контекст на директниот монетарен менаџмент

Имплементацијата на директни, квантитативни инструменти на монетарната контрола, како што се ограничувањата на износот на кредити кои што банките може да ги држат во своите портфолиа, познати како “Bank-by-bank credit ceilings”- бара **развој на рамка за управување со понудата и побарувачката на пошироката парична маса** – наведено погоре како програмирање на широка парична маса. Во услови на стабилна побарувачка за реална парична маса, оваа аналитичка рамка дозволува носителите на одлуки да го проектираат нивото на монетарни агрегати во склад со проекциите за номинален БДП. Со други зборови, за да се олесни извршувањето на крајната политичка цел, интермедијарните таргети за монетарната политика, кои се движат во релација и се во согласност со крајната политичка цел, може да се изведат. Изборот на монетарен агрегат како интермедијарен таргет – тесен наспроти поширок агрегат – ќе зависи од тоа кој ќе има најстабилно однесување.

Промената во паричниот фонд е еднаква на збирот на промената во нето странската актива на банкарскиот систем (net foreign assets – NFA) и промената во нето домашната актива на банкарскиот систем (net domestic assets – NDA). Откако еднаш ќе се утврди промената на паричната маса врз основа на проектираната инфлација и растот на реалниот БДП, и промената на NFA ќе се проектира врз основа на целите на билансот на плаќање, промената на NDA ќе може да се определи. Програмата за широка парична маса може да биде доволна како оперативна рамка за политичка координација за системот на монетарно управување што се заснова на директни контроли на кредитите, како што се специфичните ограничувања на банкарските

¹⁹¹Сепак, во средина на либерализиран пазар, програмите не можат да бидат следени на механички начин, но мора секогаш да бидат предмет на промена во светло на економскиот и пазарен развој.

заеми. Лимитот наметнат на експанзијата на кредити на приватниот сектор е така основан заради земање во предвид на финансиските потреби на државниот буџет и проектираните перформанси на билансот на плаќање, кој, во монетарното програмирање, формално се третира како остаток.¹⁹² Централната банка треба да ги примени инструментите на монетарната политика за да постигне промена во паричната маса која ќе биде во согласност со овие таргети.

3.4.3.3 Монетарно програмирање во контекст на индиректниот монетарен менаџмент

Спроведувањето на монетарната политика преку индиректни инструменти, каде што централната банка оперира со менување на позицијата на готовинска резерва на банкарскиот систем, бара **развој на рамка за управување со понудата и побарувачката на примарни пари**. Таквата рамка – наведена погоре како програма на примарни пари – оперира на ниво на билансот на состојба на централната банка и се заснова на однос помеѓу примарните пари (reserve money) и паричната маса (money stock), изразени од страна на монетарниот мултипликатор. **За да биде ефикасен инструмент, оваа рамка треба да ги одразува главните извори на растот на примарните пари, а тоа е, нето кредитот на централната банка на банкарскиот систем, нето кредитот на централната банка на владата и нето-странските средства на централната банка.**

Степенот на контрола на централната банка врз изворите на примарни пари, што е критично разгледување за ефикасноста на индиректниот монетарен менаџмент, ќе зависи значајно од девизниот режим и институционалните аранжмани што ја засегаат врската помеѓу централната банка и државата – особено степенот до кој државата ќе може да прими директен кредит од страна на централната банка. Рамката на примарни (резервни) пари што се напмна погоре ќе служи за да се детерминира насоката и износот на интервенциите на централната банка кои се насочени кон обезбедување на патека за примарните пари која е конзистентна со интермедијарните таргети на монетарната политика. Интервенциите на централната банка за да се влијае врз нивото на примарни пари се изведува со употреба на индиректните инструменти за

¹⁹² Се разбира, ако вежбата резултира во неприфатливи промени на кредитите на приватниот сектор, мора да се понови со примена на различни претпоставки за други променливи.

монетарната контрола, како што се **операциите на отворен пазар, дисконтниот прозорец и стапката на задолжителни резерви, што имаат за цел да ги неутрализираат негативните ефекти на недискреционите фактори на примарните пари.**¹⁹³

3.4.3.4 Предизвиците поставени од реформите на финансискиот сектор

Трендот кон либерализација на финансискиот сектор и растечката интеграција на пазарот наметна голем број на предизвици за спроведувањето на монетарната политика и особено за примената на рамки за монетарно програмирање.¹⁹⁴ Предизвиците се фокусираат на адекватноста на монетарните таргети како ефективни водичи за монетарната политика и трендот кон сестран пристап кон монетарната рамка, вклучувајќи го и таргетирањето на инфлацијата. Врската помеѓу побарувачката за пари, приходите и каматните стапки се промени како последица на промените што ги предизвикаа либерализацијата, воведувањето на нестабилноста во тесната дефиниција на пари и редуцирањето на способноста на властите да ги контролираат пошироките агрегати. Покрај тоа, со финансиската дерегулација, границата помеѓу банкарските и другите финансиски активности постана нејасна. Ова замаглување создаде тешкотија во идентификувањето на монетарна променлива со стабилно однесување способна да ја антиципира еволуцијата на другите номинални променливи во економијата.

Предизвиците со кои се соочуваат носителите на монетарната политика не влијаат врз логички и теоретски здравата рамка базирана на монетарната програма, особено за оние земји кои треба уште многу да вложуваат во остварување на финансиска либерализација и реформи, но тие допринесуваат за комплексноста во спроведувањето на актуелната политика и координацијата на монетарната и фискалната политика. Како последица на тоа, голем број на земји кои поминуваа низ реформи во финансискиот сектор беа поттикнати да ги преиспитаат нивните основни рамки на монетарната политика, како и адекватноста на нивните интермедијарни таргети на монетарната политика. Намалениот акцент на монетарното таргетирање

¹⁹³ Види Alexander, William E., Tomas J.T. B, and Enoch, C. (1995). The Adoption of Indirect Instrument of Monetary Policy, IMF, Occasional Paper 126.

¹⁹⁴ Види Tseng, W., and Corker, R. (1991). Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries, IMF, Occasional Paper 84, нивната анализа со импактот на финансиската либерализација врз побарувачката за пари и монетарната политика во азиските земји.

резултираше во зголемено потпирање на каматните стапки и пазарните механизми за координација на политиките. Овие предизвици, како и усвојувањето на индиректните инструменти на монетарната политика, го иницираа барањето за информации и техничка експертиза кај централните банки.

Овие промени, исто така, стимулираа усвојување на одржливи политики – како кај монетарна, така и кај фискалната политика. Ова е особено важно за фискалната политика, бидејќи во повеќето земји потребно е долго време за да се смени фискалната позиција преку политичка акција и постои мала веројатност целокупната политичка кредибилност да се постигне без учинокот на кредибилен фискален менаџмент.

3.4.3.5 Координација на дневна основа (“coordination at the day-to-day level”)

На дневно ниво на политичка имплементација, или микро перспектива, неколку прашања заслужуваат внимание: **управувањето со државните готовински салда, нивото на кредит од страна на централната банка на државата и формулирањето на предвидувања во врска со ликвидноста.** Додека во принцип другите монетарни операции може да го неутрализираат ефектот што настанува врз нивото на банкарски резерви од промените на државните депозити кај централната банка, специјални аранжмани може да се договорат со владата и комерцијалните банки со цел да се одговори на прашањата на менаџментот со јавен долг и монетарниот менаџмент што настануваат од менаџментот со парични средства. Иако е традиционално за владата да ја одржува главната сметка на државните приходи и трошоци во централната банка, постојат два пристапи во овој поглед.

Во **првиот пристап**, сите државни биланси се консолидирани во централната банка преку операциите на единствена сметка на Трезорот (**“Treasury Single Account”**). Постојат ефикасни причини за ова, особено за да се олесни ефикасната контрола над управувањето со готовината и државните расходи. Во **вториот пристап**, државата има дозвола да пласира средства кај комерцијалните банки. Овој пристап е развиен помеѓу земјите каде што минимизирањето на трошоците постанала важна, ако не и примарна, цел на менаџментот на јавен долг – **Велика Британија, САД, Германија, Канада, Франција и Малезија.**¹⁹⁵ Во зависност од случајот, сепак,

¹⁹⁵ Види Sundararajan (1994).

информациите за предвидувањата на готовинските приливи треба да се споделуваат: централната банка треба биде примарно задолжена за последиците врз ликвидноста поради промените во државните парични средства, додека Трезорот треба да биде одговорен за управување со паричните средства и минимизирањето на трошокот на долгот.

Проектирањето на готовинскиот тек на државата е важен, како за менаџментот со јавен долг, така и за монетарниот менаџмент. Од перспектива на менаџментот на јавен долг, проекцијата на државните готовински текови врз основа на извршувањето и контролата на буџетот и пресметката на државните операции е од суштинско значење за планирање на издавањето на јавниот долг. Ова е важно, како за времето, така и за износот, со цел да се следи и контролира растот на кредитот од централната банка, и да се управува со салдото на трезорската сметка во централната банка. Од перспектива на монетарната политика, проекциите на готовинските текови се клучни во одлучувањето за тајмингот и големината на монетарните операции.

Во некои земји, како што се **Канада**, централната банка и Министерството за финансии независно ги предвидуваат државните нето исплати. Во други земји (како што се **Франција и Велика Британија**), централната банка се потпира врз Трезорот при проекциите на државните нето расходи. Важно е да се нагласи дека, **без разлика на аранжманите, краткорочните предвидувањата за државните готовински текови ќе треба да се споделуваат**. Централната банка ќе биде првенствено задолжена за последиците од промените на државните парични средства врз управувањето со ликвидноста, додека Трезорот ќе биде одговорен за управување со готовите пари со цел да се минимизираат трошоците за сервисирање на долгот.

Исто така, Министерството за финансии и централната банка треба да дискутираат дали грешките при прогнозата се резултат на привремени недостатоци или вишоци, кои ќе бидат авто-корегирани, или резултат на повеќе основни и трајни настани кои би можело да предизвикаат промена во ставот на макро-политиките. Подготовката на таквите проекции, исто така, го олеснува редовното јавно објавување на големината на финансиските барања на владата и нејзините планови за нивно остварување.

Резимирано, целта на економската политика има силно влијание врз донесувањето на одлуки во поглед на комбинацијата на инструментите на монетарната и фискалната политика, што подразбира дека координацијата на овие политики е од

огромно значење за ефектите на целокупната економска политика кои главно се насочени кон обновување на економијата блиску или на ниво на потенцијален БДП. Ова значи дека т.н. неконзистентен и некоординиран фискално-монетарен микс доведува до сиромашни економски остварувања на економијата што значително ја потврдуваат важноста на ефективната координација на политиките.

ГЛАВА 4. КООРДИНАЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО РАМКИТЕ НА ЕВРОПСКАТА МОНЕТАРНА УНИЈА

4.1 Структура на монетарната и фискалната политика во ЕМУ

Согласно Договорот за Европската унија, потпишан во Мастрихт на **7 февруари 1992** година, Унијата ја презеде врз себе целта за основање на **Европска економска и монетарна унија (ЕМУ)**, која ќе вклучува единствена валута евро и единствена монетарна политика. Денес, еврото е официјална валута на 17 европски земји со над повеќе од 330 милиони граѓани и претставува сидро за стабилноста во Европа. Клучните елементи во овој процес беа одржлива конвергенција во економските перформанси и блиска координација на економските цели на земјите - членки, наведени во дадената временска рамка.¹⁹⁶ **Приближување кон ниски стапки на инфлација и здрава фискална позиција** беа двата најзначајни критериуми што земјите требаше да ги исполнат за да можат да се приклучат на Монетарната унија.¹⁹⁷ Нацртот за ЕМУ се потпира на водечките економски парадигми од 1980-тите и 1990-тите кои пропишуваат дека економските агенти секогаш ги формираат нивните очекувања рационално и дека финансиските пазари се ефикасни во поголем дел од времето. Рамката на ЕМУ за координација на политиките се потпира на **обврзувачкиот принцип**: Европската централна банка (ЕЦБ) е одговорна за единствена монетарна политика, додека останатите економски политики се спроведуваат од страна на државите според принципот на субсидијарност, почитувајќи ги правилата и процедурите пропишани во Договорот од Мастрихт и Пактот за стабилност и раст (SGP).¹⁹⁸

На ниво на Заедницата, политичката координација е зајакната во текот на изминатите пет години со насоките на пошироката економска политика ("**broad economic policy guidelines**") и процедурата за прекумерен дефицит ("**excessive deficit procedure**"), додека Европскиот монетарен институт ја постави основата за

¹⁹⁶ The Importance and effectiveness of national fiscal frameworks in the EU, *ECB Monthly Bulletin*, February 2013, p.74-75.

¹⁹⁷ <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/emu.htm>

¹⁹⁸ http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_en.htm

Европскиот систем на централни банки (**European System of Central Banks – ESCB**). Секоја од централните банки што учествува ќе има **две главни задачи**: а) да придонесе, преку нејзиниот соодветен гувернер, на политичките одлуки на Управниот совет на Европската централна банка; и б) да ги изврши донесените одлуги во рамките на сопствената држава. Во однос на второто, ќе биде потребно да се помират барањата за заедничка монетарна политика со „супсидијарен” принцип,¹⁹⁹ која има за цел остварување на највисок можен степен на децентрализација на оперативното ниво.

Имено, со договорот од Мастихт, Заедницата јасно отиде подалеку од нејзината оригинална економска цел, односно создавање на заеднички пазар, а нејзините политички амбиции дојдоа до израз. Во овој контекст, **Договорот од Мастрихт** одговара на **пет клучни цели**: (1) зајакнување на демократскиот легитимитет на институциите; (2) подобрување на ефикасноста на институциите; (3) воспоставување на економска и монетарна унија; (4) развивање на социјалната димензија на Заедницата; и (5) воспоставување на заедничка надворешна и безбедносна политика.²⁰⁰

Економската политика во ЕМУ согласно овој договор се состои од **три компоненти** и тоа: **земјите - членки мора да обезбедат координација на нивните економски политики, да обезбедат мултилатерален надзор на оваа координација и да бидат предмет на фискална и буџетска дисциплина**. Договорот предвидува формирање на единствена валута во три редоследни фази:

- првата фаза, која го либерализира движењето на капитал, започна на **1 јануари 1990 година**;
- Втората фаза започна на **1 јануари 1994 година** и предвидува приближување на економските политики на земјите-членки на ЕМУ;
- Третата фаза започна на **1 јануари 1999 година** со создавање на Централната европска банка (ЕЦБ).

¹⁹⁹ Член 12 од Статутот: „До оној степен до кој се смета можно и соодветно ... ЕЦБ ќе се обрати за помош на националните централни банки да вршат операции кои се дел од задачите на ЕСЦБ”. Ова е принципот на супсидијарност. Националните централни банки, исто така, можат да вршат и други функции (на пример, оние кои се однесуваат на прудентна супервизија на кредитните институции и стабилност на финансискиот систем) на своја сметка, освен ако Управниот совет согледа дека таквите активности не се во склад со целите и задачите на ЕЦБ.

²⁰⁰

Политичките задачи и институционалните аранжмани на ЕМУ го истакнуваат значењето на економска и монетарна стабилност како предуслов за непречено функционирање на Монетарната унија. Примарната цел на ЕЦБ е одржување на ценовната стабилност во Еврозоната како целина, додека одржувањето на економската стабилност на национално ниво отпаѓа на фискалните и структурни политики.²⁰¹ Со оглед на оваа поставеност, клучното прашање е дали договорените координативни процедури и водечките правила на фискалните политики се такви што ќе придонесат за остварување на економска стабилност на национално ниво и на ниво на Еврозоната.²⁰²

Одржување на фискалната дисциплина е од клучно значење за кредибилитетот на единствената монетарна политика и одржување на економски раст во контекст на стабилноста на цените.

Фискалната рамка на ЕМУ се обидува да ги комбинира дисциплината и флексибилноста преку две барања: **прво**, буџетската позиција треба да биде „блиску до рамнотежа или во суфицит“ во текот на среден рок како што бара Пактот за стабилност и раст и **второ**, Договорот од Мастрихт бара општиот владин дефицит да останува под 3% од БДП, освен во случај на исклучителни околности.²⁰³ Двете барања се дополнуваат едно со друго како придржување кон „блиску до рамнотежа“ – условот, со тоа што ја обновуваат флексибилноста во спроведување на националните фискални политики и овозможуваат потребен простор за маневрирање во време на циклична стабилизација, а горната граница за дефицитот обезбедува дисциплина и одржливост на јавните финансии. Пред да започнеме да ја анализираме координацијата на политиките, ќе направиме краток и сеопфатен осврт на структурата на монетарната и фискалната политика во ЕМУ согласно Договорот од Мастрихт и Пактот за стабилност и раст, нивните цели и стратегии, како и нивната генерална поставеност.

4.1.1 Монетарната политика во Европската монетарна унија

Со почетокот на третата фаза на ЕМУ, на 1 јануари 1999 година, спроведувањето на заедничка монетарна политика и донесувањето на главните одлуки поврзани со монетарната политика, согласно Договорот од Мастрихт, е пренесено на

²⁰¹ Anne Brunila (2002): “Fiscal policy: Co-ordination, Discipline and Stabilisation”, Bank of Finland, Paper prepared for the meeting of the Group of Economic Analysis of the European Commission, 16 April 2002.

²⁰² Allsopp, C. and Vines, D. (1996), ‘Fiscal policy and EMU’, *National Institute Economic Review*, 158, pp. 91–107.

²⁰³

Европската централна банка (European Central Bank). Пренесувањето на одговорноста од 11 национални централни банки (НЦБ) – кои станаа 17 со учеството на Естонија на 1 јануари 2011 година – до нова наднационална институција, означува пресвртница во долгиот и сложен процес на интеграција помеѓу европските земји. По 14 години, ЕЦБ ужива висок степен на кредибилитет ширум светот за нејзината здрава монетарна политика канализирана кон одржување на ценовна стабилност во Еврозоната.²⁰⁴

Договорите и Статутот на ЕСЦБ, кој е приложен кон договорите како протокол, ги воспоставија ЕЦБ, Евросистемот и Европскиот систем на централни банки (ЕСЦБ). **ЕЦБ** е институција на ЕУ (член 13 од Договорот за ЕУ). **Евросистемот** е составен од ЕЦБ и националните централни банки на ЕУ чија валута е евро²⁰⁵, додека **ЕСЦБ** ги содржи ЕЦБ и националните централни банки на сите земји-членки на Европската унија (член 282(1) од Договорот за функционирање на ЕУ, понатаму ДФЕУ).²⁰⁶ Сè додека постојат земји чија валута не е евро, ќе биде потребно да се направи разлика помеѓу Евросистеми ЕСЦБ.

Терминот Еврозона се однесува на област формирана од страна на земјите-членки на ЕУ, кои како нивна официјална валута го користат еврото. Од воведувањето на еврото во 1999 година во 11 земји - членки на ЕУ, Еврозоната претрпе пет круга на проширување што донесоа број на Еврозоната до 17 (во 2011 година). Во моментот постојат 10 земји-членки на ЕУ чија валута не е евро (Бугарија, Чешка, Данска, Латвија, Литванија, Унгарија, Полска, Романија, Шведска и Обединетото Кралство). Данска и Велика Британија имаат специјален статус (врз основа на „тргнете клаузула” или “opt-out clause”), додека другите осум земји се потенцијални кандидати за усвојување на еврото (односно „земји - членки со отстапување”). Кога една земја ќе се ѝ приклучи на Еврозоната, таа не е во можност повеќе да ги користи домашните политики на девизен курс и каматни стапки како одделни политички инструменти. Ако

²⁰⁴ European Central Bank, Eurosystem (2011): “The monetary policy of the ECB 2011”, This publication was produced under the responsibility of the Executive Board of the ECB.

²⁰⁵ Гувернерите на НЦБ на оние земји-членки чија валута не е евро не учествуваат во донесувањето одлуки за монетарната политика во Еврозоната и не учествуваат во оперативното спроведување на овие одлуки.

²⁰⁶ За разлика од ЕСЦБ како целина, ЕЦБ е со стекнат статус на правно лице со договорите. Секоја од НЦБ има својство на правно лице, како што е утврдено од страна на националните закони на соодветната земја.

конвергенцијата не е одржлива, земјата може да наиде на конкурентски проблеми, кои не ќе може повеќе да ги решава преку прилагодување на девизниот курс.²⁰⁷

Затоа, за да се интегрираат непречено во Евроната, земјите - членки на ЕУ мора да исполнат голем број правни и економски предуслови, познати како критериуми за конвергенција. **Законските критериуми за конвергенција** ги обврзуваат потенцијалните земји да ги донесат нивните национални закони во согласност со релевантното законодавство кое се однесува на Евросистемот (на пример, независност на централна банка). **Економските критериуми за конвергенција** се однесуваат на потребата за висок степен на ценовна стабилност, здрава фискална позиција, стабилност на девизниот курс и конвергирачки долгорочни каматни стапки.²⁰⁸

Член 127 (1) од ДФЕУ- што се однесува на ЕЦБ, а не на Евросистемот, бидејќи беше изготвен врз основа на премисата дека сите земји - членки на ЕУ на крајот ќе го усвојат еврото – наведува дека **примарната цел на ЕЦБ е да се задржи стабилноста на цените и дека, без прејудување на целта за ценовна стабилност, ЕЦБ ќе ги поддржи генералните економски политики во ЕУ со цел да придонесе за постигнување на целите на ЕУ како што е утврдено во член 3 од ДЕУ.**²⁰⁹ Член 3 од ДЕУ ги поставува целите на ЕУ, кои вклучуваат, меѓу другото, одржлив развој на Европа базиран на балансиран економски раст и ценовна стабилност, и висококонкурентна социјална пазарна економија, насочена кон полна вработеност и социјален напредок. Оттука, стабилноста на цените не е само примарна цел на монетарната политика на ЕЦБ, туку исто така и цел на ЕУ како целина. Договорите на тој начин воспоставија јасна хиерархија на цели за Евросистемот, која појаснува дека ценовната стабилност е најважниот придонес што монетарната политика може да го оствари за постигнување на поволен економски амбиент и високо ниво на вработеност.

Режим на флексибилен девизен курс се прифати за еврото, како што беше случај со американскиот долар. Оттука, девизниот курс не е посебен политички инструмент. При спроведувањето на монетарната политика, ЕЦБ го зема предвид девизниот курс, доколку тоа влијае врз општата економска состојба и изгледите за

²⁰⁷ Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P. and Stark, J. (2011), "The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform", *CESifo DICE Reports*, No 3/2011, CESifo.

²⁰⁸ Afonso, A. and Sousa, R.M. (2009). The Macroeconomic Effects of fiscal policy, Working Paper Series, No 991, January.

²⁰⁹ Ad van Riet (ed.). Euro Area Fiscal Policies and the Crisis, Occasional Paper Series, No. 109, April 2010.

стабилноста на цените. Додека договорите предвидуваат дека одлуките за аранжманите поврзани со девизниот курс се заедничка одговорност на Советот на ECOFIN²¹⁰ (де факто, Еврогрупата) и ЕЦБ, нивните одредби осигуруваат дека политиката на девизен курс е потполно согласна со примарната цел на монетарната политика. Членот 119 од ДФЕУ експлицитно наведува дека примарната цел на единствената монетарна политика и на политиката на девизен курс е одржување на ценовна стабилност. Конечно, единствената надлежност за одлучување и спроведување на операциите на девизен пазар лежи со Евросистемот.²¹¹

Институционалната рамка за единствена монетарна политика има воспоставено централната банка која е независна од политичко влијание.²¹² Обемните теоретски анализи, поддржани од значителните емпириски докази, укажуваат дека независноста на централната банка е погодна за одржување на ценовната стабилност. Член 130 од ДФЕУ го утврдува овој важен принцип.

При користење на овластувањата и извршувањето на задачите и должностите доделени на нив, ниту ЕЦБ, ниту на националните централни банки, ниту на кој било член на нивните органи за донесување на одлуки, не им е дозволено да бараат или да примаат инструкции од институциите на ЕУ или тела, од ниту една влада од земјите - членки или од кој било друг орган. Исто така, според овој член, институциите на ЕУ или телата, како и владите на земјите - членки на ЕУ, исто така, мора да го почитуваат принципот на независност и да не бараат да влијаат врз членовите на одлучувачките тела на ЕЦБ или НЦБ во извршувањето на нивните задачи.²¹³

²¹⁰ ECOFIN – Economic and Financial Affairs Council, Советот за економски и финансиски прашања, составен од министрите за економија и финансии на 27-те земји - членки на ЕУ, како и министрите за буџет кога се дискутираат буџетски прашања. Тој обично работи со Европскиот комисионер за економски и финансиски прашања и со Претседателот на ЕЦБ. Советот покрива голем број политички области во ЕУ, како што се координација на економските политики, економски надзор, мониторинг на буџетските политики и јавните финансии на земјите - членки, и секоја година, заедно со Европскиот парламент, го усвојува буџетот на ЕУ кој е околу 100 билиони евра.

²¹¹ F. Amentbrink and J. de Haan, 'Economic Governance in the European Union - Fiscal Policy Discipline Versus Flexibility', *Common Market Law Review* 40: 1057-1106, 2003.

²¹² Посебно е важно клучните политички тела на Евроната, како што се Европскиот парламент, ECOFIN (кој се состои од министрите за финансии на ЕУ или економски прашања) или неформалните состаноци, како Еврогрупата која се состанува еднаш месечно со цел да ги координира економските политики на земјите во Евроната, не постанат предмет на такви политички притисоци.

²¹³ Исто така, постојат и други одредби кои ја заштитуваат независноста на Евросистемот и одлучувачките тела на ЕЦБ. На пример, финансиските аранжмани на ЕЦБ се чуваат одвоено од финансиските интереси на ЕУ: **ЕЦБ има свој сопствен буџет и нејзиниот капитал е запишан и уплатен од страна на националните централни банки на Евроната.** Долгите години за власт на членовите на Управниот совет на ЕЦБ и правилото што пропишува дека членовите на Извршниот одбор на ЕЦБ не можат да бидат повторно именувани, исто така, помагаат во заштита на одделни членови на одлучувачките тела на ЕЦБ од потенцијално политичко влијание. Згора на тоа, независноста на

За да се обезбеди легитимитет, независната **централна банка мора да биде одговорна пред демократските институции и широката јавност за своите активности во извршувањето на својот мандат.** Во целосно почитување на независноста на Евросистемот, член 15 од Статутот на ЕЦБ наметнува прецизни обврски за известувањето на ЕЦБ. На пример, ЕЦБ треба да објавува квартални извештаи за активностите на Евросистемот, како и неделни консолидирани изјави. Покрај тоа, мора да обезбеди годишен извештај за нејзините активности и генерално за монетарната политика од претходната и тековната година, која се доставува до Европскиот парламент, Советот на ЕУ, Европската комисија и Советот на Европа. Според член 284 од ДФЕУ (Договорот за функционирање на ЕУ), претседателот на ЕЦБ и другите членови на Извршниот одбор се појавуваат често на расправи организирани од Комитетот за економски и монетарни прашања на Европскиот парламент. Во практика, ЕЦБ оди надвор од овие законски барања за известување.²¹⁴

Според член 127 (2) од ДФЕУ, основните задачи кои се извршуваат преку Евросистемот се: (1) дефинирање и имплементирање на монетарната политика во Еврозоната; (2) спроведувањето на операциите на девизен пазар; (3) чување и управување со официјалните девизни резерви на земјите - членки на ЕУ; (4) промовирање на непречено функционирање на платниот систем.

Натамошни задачи кои се однесуваат на следниве области: **банкноти:** ЕЦБ има ексклузивно право да го овласти издавањето на банкноти во рамките на Еврозоната. **Статистика:** во соработка со националните централни банки, ЕЦБ собира статистички информации неопходни за извршување на задачите на Евросистемот или од национални органи или директно од економските агенти. **Финансиска стабилност и супервизија:** Евросистемот придонесува за непречено спроведување на политиките од страна на властите задолжени за прудентна супервизија на кредитните институции и стабилноста на финансискиот систем. **Меѓународна и европска соработка:** ЕЦБ одржува работни односи со релевантни институции, тела и форуми, во рамките на ЕУ и меѓународно, во однос на задачите доверени на Евросистемот.

Во услови на **финансиска стабилност**, ценовната стабилност е најдобриот придонес што монетарната политика може да го оствари за постигнување на други

Евросистемот е сочувана и со фактот дека Договорите забрануваат кредитирање на јавниот сектор од страна на централната банка.

²¹⁴ Paul De Grauwe, "Economics of Monetary Union", Oxford University Press, Sixth Edition, 2005, стр. 228

цели. Во исто време, финансиската нестабилност може да ја поткопа способноста на централната банка да ја одржи стабилноста на цените во текот на среден рок. Во слободна пазарна економија, постигнувањето и одржувањето на финансиска стабилност е првата и основна одговорност на учесниците на пазарот, од кои се очекува ефикасно да ги проценат и менаџираат ризиците и да ги сносат финансиските последици од нивните трансакции. Фактот дека финансиската стабилност се смета за „јавно добро“, сепак бара постоење на институционална рамка за заштита на финансиската стабилност и ублажување на ефектите на нестабилноста.

Институционалната рамка не дава надлежности за директна супервизија на Евросистемот. Во неколку земји на Еврозоната, но не во сите, централните банки се одговорни, или во најмала рака внимателно вклучени во **прudentната супервизија** и надзорните функции. Децентрализираната алокација на одговорностите создаде **потреба за тесна соработка** (1) во рамките на Евросистемот, помеѓу ЕЦБ и НЦБ, со цел да се следат потенцијалните ризици во Еврозоната за финансиската стабилност, и (2) помеѓу Евросистемот и националните супервизори, за да се обезбеди блиска координација на функциите на централните банки и супервизорските функции, со цел да се придонесе за заштита на финансиската стабилност.²¹⁵

Евросистемот врши две главни **функции** во овие области. **Прво**, ги следи и оценува главните ризици на стабилноста на финансискиот систем и спроведува пазарни операции кои имаат за цел решавање на генералните финансиски шокови и ослободување на тензиите на пазарот на пари во Еврозоната. **Второ**, ја надгледува пазарната инфраструктура како дел од неговата основна задача на промовирање на непречено работење на платните системи.²¹⁶

Монетарната политика на ЕЦБ се засновува на колективен систем за донесување одлуки (членовите 129 и 132 од ДФЕУ). Постојат две одлучувачки тела на ЕЦБ (член 129(1) од ДФЕУ) кои се одговорни за подготовка, спроведување и имплементација на единствената монетарна политика: Управниот совет и Извршниот одбор. (види слика 4-1). Трето одлучувачко тело за ЕЦБ е Генералниот совет.

Управниот совет (УС) на ЕЦБ се состои од шест члена на Извршниот одбор и гувернерите на националните централни банки на Еврозоната (17 гувернери во 2011).

²¹⁵ ECB (1999 to 2010), Annual Report.

²¹⁶ ECB (2008), “One monetary policy and many fiscal policies – ensuring a smooth functioning of EMU”, Monthly Bulletin, July

Управниот совет и Извршниот одбор се раководени од страна на претседателот на ЕЦБ, или во негово отсуство, од страна на потпретседателот. **Одговорностите на УС се:** да ги усвои насоките и да ги преземе одлуките неопходни за да се обезбеди извршување на задачите доверени на Евросистемот; да ја формулира монетарната политика на Еврозоната. Во согласност со член 12.1 од Статутот на ЕЦБ, формулацијата на монетарната политика за Еврозоната вклучува донесување одлуки за „интермедијарните монетарни цели, клучните каматни стапки и понудата на резерви” во Евросистемот. Покрај тоа, Управниот совет ги утврдува потребните насоки за имплементација на тие одлуки.²¹⁷

Графикон 1-4. Одлучувачките тела на Европската централна банка



Извршниот одбор на ЕЦБ се состои од претседател, заменик- претседател и четири други члена, од кои сите – од влегувањето во сила на Договорот од Лисабон – се назначени од страна на Европскиот совет, постапувајќи со квалификувано

²¹⁷ European Central Bank, Eurosystem (2011): "The monetary policy of the ECB 2011", This publication was produced under the responsibility of the Executive Board of the ECB, Chapter 1, p.15-24.

мнозинство, по препорака на Советот на ЕУ. Во согласност со членовите 12.1 и 12.2 од Статутот на ЕЦБ, Извршниот одбор: ги подготвува седниците на Управниот совет; ја спроведува монетарната политика според насоките и одлуките утврдени од страна на Управниот совет и со тоа ги дава потребните упатства на националните централни банки во Еврозоната; е одговорен за актуелниот бизнис на ЕЦБ; и потврдува одредени овластувања делегирани од страна на Управниот совет, кои можат да вклучуваат моќи со регулаторна природа.

Генералниот совет на ЕЦБ е составен од претседателот, заменик - претседателот на ЕЦБ и гувернерите на националните централни банки од сите земји - членки на ЕУ (27 во 2011). Овој совет ќе постои сè додека има земји - членки од ЕУ чија валута не е евро. Тој нема одговорности за одлуките поврзани со монетарната политика во Еврозоната. Тој ги врши оние задачи наследени од Европскиот монетарен институт (ЕМИ), кои сè уште треба да се вршат прецизно, бидејќи еврото не е валута на сите земји - членки на ЕУ. Во согласност со членовите 43, 44 и 46 од Статутот на ЕЦБ и член 141 (2) од ДФЕУ, Генералниот совет придонесува кон: зајакнување на координацијата на монетарните политики на земјите - членки на ЕУ чија валута не е евро, со цел да се обезбеди ценовна стабилност; собирање статистички податоци; известување за активностите на ЕЦБ; потребни подготовки за неповратно одредување на девизните курсеви на земјите - членки на ЕУ чија валута не е евро.

ЕЦБ е единствениот издавач на книжни пари и банкарски резерви, односно таа е монополскиот понудувач на монетарна база. Врз основа на овој монопол, Централната банка е во состојба да влијае врз условите на пазарот на пари и да управува со краткорочните каматни стапки. **На краток рок**, промена на каматните стапки на пазарот на пари која е предизвикана од Централната банка поставува во движење бројни механизми и акции од економските агенти кои на крајот влијаат врз економските варијабли, како што се аутпутот или цените. Овој процес, исто така познат како трансмисиониот механизам на монетарната политика – е комплексен, и додека неговите широки карактеристики се добро разбрани, сепак, не постои единствен и неприкосновен поглед на сите аспекти кои се вклучени во овој процес. **На долг рок**, промените во понудата на пари влијаат врз генералното ниво на цени, но не и врз реалните варијабли, како што се нивото на реален доход и вработеност.

Овој општ принцип, познат како „долгорочна неутралност“ на парите, се наоѓа во основата на сите стандардни макроекономски размислувања и теоретски рамки.

Реалниот доход или нивото на вработување, на долг рок се утврдени од реалните (на страната на понудата) фактори. Тоа се технологијата, порастот на населението, преференциите на економските агенти и сите аспекти на институционалната рамка на економијата (особено имотните права, даночната политика, социјалната политика и другите прописи кои ја детерминираат флексибилноста на пазарите и стимулансите за понуда на труд и капитал, како и инвестирање во човечки капитал). На долг рок, централната банка не може да влијае врз економскиот раст со промена на понудата на пари. Поврзано со ова е тврдењето дека инфлацијата е во крајна линија монетарен феномен. Имено, пролонгираните периоди на висока инфлација се обично поврзани со висок монетарен раст.

Примарната цел на Евросистемот и единствената монетарна политика за која тој е одговорен е наведена во Договорот за функционирање на Европската унија како одржување на ценовна стабилност. Со цел да ја определи оваа цел што попрецизно, Управниот совет на ЕЦБ најави следна **квантитативна дефиниција во 1998 година**: „Стабилноста на цените ќе биде дефинирана како годишно зголемување на хармонизираниот индекс на потрошувачки цени (**HICP- Harmonised Index of Consumer Prices**) за Еврозоната од под **2%**. Стабилноста на цените ќе се одржува во текот на среден рок”. По темелна евалуација на својата стратегија на монетарната политика во 2003 година, Управниот совет дополнително појасни дека, во рамките на дефиницијата, тоа има за цел да ги одржи стапките на инфлација „под, но блиску до, 2% во текот на среден рок”. Всушност, оваа дефиниција ги вклучува инфлаторните очекувања и ја подобрува транспарентноста на монетарната политика на ЕЦБ. Монетарната политика на ЕЦБ, како што напомниме погоре, има широк фокус на Еврозоната. Тоа значи дека ценовната стабилност се оценува врз основа на случувањата на цените во Еврозоната гледано како целина, што покажува дека одлуките во врска со единствената монетарна политика ќе бидат насочени кон постигнување на стабилност на цените за вкупната економија.

Дефиницијата, исто така, идентификува одреден индекс на цени – познат како HICP за Еврозоната – кој ќе се користи за оценување дали ценовната стабилност е ефикасно постигната или не. Овој индекс е хармонизиран во различни земји во Еврозоната. HICP е индексот кој најблиску ги апроксимира промените со текот на времето во цената на репрезентативната кошница на потрошувачки добра. (Види Табела 4-1). Употребата на овој хармонизиран индекс како мерило за инфлацијата ја

прави транспарентна посветеноста на ЕЦБ кон целосна и ефективна заштита против загубите во куповната моќ на парите. Сепак, овој индекс ги исклучува варијабилните компоненти од кошницата, како што се енергијата и непреработената храна. ЕЦБ ги следи таквите показатели, но не ја зема предвид базичната инфлација како соодветно мерило за ценовната стабилност во Еврозоната.²¹⁸

Како резултат на хармонизацијата и статистичките подобрувања во насока на неговата точност, веродостојност и навременост, НИСР стана висококвалитетен, меѓународен, стандардизиран ценовен индекс и ширококомпаративен показател помеѓу земјите. Подобрувања сè уште се во тек во однос на стандардите за прилагодување на квалитетот и земањето мостри, како и третманот на трошоците за домување на сопствениците – окупатори.

Табела 1-4. Преглед на главните компоненти на НИСР за Еврозоната применливи за март 2013 година

Вкупен индекс	100.0
Цени на добрата/стоките	57.7
Непреработена храна	7.3
Преработена храна	12.0
Индустриски стоки кои ја исклучуваат енергијата	27.4
Енергија	11.0
Услуги	42.3
Услуги на домаќинството	10.3
Транспорт	7.2
Комуникација	3.1

²¹⁸ Управниот совет на ЕЦБ ја дефинира стабилноста на цените во согласност со хармонизираниот индекс на потрошувачки цени за Еврозоната. Податоците за НИСР објавени од Еуростат се достапни од јануари 1995 година па до денес. Процентите некогашни податоци, кои не се целосно споредливи со податоците за НИСР од 1995 година, се достапни за целокупниот НИСР и неговите главни компоненти од 1990 година. Врз основа на потрошувачките трошоци остварени во 2010 година, добрата изнесуваат 58% и услугите 42% од НИСР. *Главната идеја на раздвојување на целокупниот НИСР на индивидуални компоненти произлегува од потребата да се идентификуваат различните економски фактори кои влијаат врз развојот на потрошувачките цени.* На пример, развојот во компонентите на цената на енергијата е тесно поврзан со движењата на цената на нафтата. Цените на храната се поделени во обработена и необработена храна, бидејќи цените на необработената храна се под влијание на фактори како што се временските услови и сезонските шеми, додека таквите фактори имаат помало влијание брз цените на обработената храна. Цените на услугите се поделени во пет компоненти кои, за сметка на различните пазарни услови, обично покажуваат разлики во нивните движења.

Рекреација и лични услуги	14.7
Разно	7.1

Забелешка: Оваа табела ги прикажува износите на потрошувачките расходи прикажани од страна на НИСР за Еврозоната. Бројките се прикажани како процент од расходите опфатени од вкупниот НИСР. Трошоците на НИСР се ажурираат на годишна основа. Овој приказ најмногу се користи од страна на ЕЦБ.

Извор: Еуростат ²¹⁹

Процесот, преку кој одлуките на монетарната политика влијаат на економијата во целост и на нивото на цени одделно, е познат како **трансмисионен механизам на монетарната политика**. Преносот на монетарните импулси до реалниот сектор вклучува голем број различни механизми и дејствија од страна на економските агенти во различни фази на процесот. Како резултат на тоа, акциите на монетарната политика влијаат врз развојот на цени по определено време. Покрај тоа, големината и силата на различните ефекти може да варира во зависност од состојбата на економијата, што го прави тешко за да се процени прецизното влијание.

Генерално, централните банки обично се гледаат себеси соочени со долги, променливи и несигурни задоцнувања во водењето на монетарната политика. Идентификувањето на трансмисиониот механизам на монетарната политика е комплициран поради фактот што, во практика, економските случувања се постојано под влијание на шокови од широк спектар на извори. На пример, промените во цените на нафтата или другите потрошувачки добра можат да имаат краткорочно и директно влијание на инфлацијата. Слично на тоа, развојот во светската економија или во фискалните политики може да влијае на агрегатната побарувачка и оттука на движењата во цени. Имено, цените на финансиските средства и девизните курсеви зависат од многу други фактори во прилог на монетарната политика.

Затоа монетарната политика мора да го следи трансмисиониот синџир за да се избегнат надворешните шокови на финансиската структура кои можат да го нарушат процесот на пренос на монетарните импулси. Покрај тоа, треба да ги земе предвид сите други случувања кои се важни за идната инфлација, со цел да го спречи нивното влијание врз долгорочниот тренд на инфлацијата и очекувањата на начин што е неконзистентен со стабилноста на цени. Оттука, бараната патека на монетарната

²¹⁹ https://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/hicp_economic_activities_inw_2013.en.html

политика секогаш зависи од природата, големината и времетраењето на шоките кои ја притискаат економијата. Тоа е тековен предизвик за централната банка, да ги идентификува факторите кои ги движат ценовните трендови со цел да ја применат соодветната реакција на монетарната политика.

Неколку канали за пренос – индивидуални врски преку кои импулсите на монетарната политика се префрлени на реалната економија – може да бидат вклучени во исто време и да имаат различно влијание врз движењето на цени. Централните банки се соочуваат со комплексна мрежа на економски интеракции. **Главните канали на трансмисија на монетарната политика** можат да бидат прикажани во шематски формулар (види ја левата страна на слика 4-2).

Долгиот синџир на причинска и последична врска што ги поврзува одлуките на монетарната политика со нивото на цени започнува со промена на официјалните каматни стапки поставени од страна на централната банка на нејзините сопствени операции. Во овие операции, централната банка обично им обезбедува средства на банките. Банкарскиот систем побарува средства кои се издадени од централната банка (познати како „монетарна база“) за да се задоволи јавната побарувачка за валута, да се израмнат меѓубанкарските салда и да се исполнат барањата за минимални резерви кои мора да се обезбедат кај централната банка.

Со оглед на нејзиниот монопол врз монетарната база, централната банка може да ги контролира каматните стапки на сопствените операции и на тој начин да влијае врз трошоците за финансирање на ликвидноста на банките кој треба да биде пресметан при одредување на каматната стапка на заемобарателите (**„канал на каматни стапки“**). Преку овој процес, централната банка може да врши доминантно влијание врз условите на пазарот на пари и на тој начин да ги управува **каматните стапки на пазарот на пари**. Промените во каматните стапки на пазарот на пари за возврат влијаат врз другите каматни стапки, иако во различни степени. На пример, промените во каматните стапки на пазарот на пари имаат влијание на каматните стапки поставени од страна на банките на краткорочните кредити и депозити.

Дополнително на ова, **очекувањата** за промените на идните официјални каматни стапки влијаат врз долгорочните каматни стапки на пазарот на пари, бидејќи последните ги рефлектираат очекувањата за идната еволуција на краткорочните каматни стапки. Сепак, влијанието на промените на каматните стапки на пазарот на пари на каматните стапки на многу долг рок на доспевање (на пример десетгодишни

државни обврзници, долгорочни каматни стапки на кредити) е помалку директна. Тие каматни стапки зависат во голема мера на очекувањата на пазарот за долгорочниот раст и инфлаторните трендови во економијата. Со други зборови, промените во официјалните стапки на централната банка обично не влијаат врз долгорочните каматни стапки, освен ако нивната промена треба да доведе до промена на очекувањата на пазарот во врска со долгорочните економски трендови. Монетарната политика може, исто така, да ги води очекувањата на економските агенти за идната инфлација и на тој начин да влијае врз развојот на цените.

Графикон 2-4. Стилизирана илустрација на трансмисиониот механизам од каматните стапки до цените



Извор: European Central Bank, Eurosystem (2011): "The monetary policy of the ECB 2011", This publication was produced under the responsibility of the Executive Board of the ECB, p. 5

Промените во каматните стапки влијаат врз одлуките за штедење, потрошувачка и инвестиции на домаќинствата и фирмите. На пример, под условите други работи да се еднакви, повисоките каматни стапки имаат тенденција да ја намалат атрактивноста на кредитите за финансирање на потрошувачката и

инвестициите на домаќинствата или компаниите. Повисоките каматни стапки, исто така, ја прават поатрактивна опцијата на домаќинствата да ги заштедат нивните тековни доходи наместо да ги потрошат, бидејќи враќањето на нивните заштеди (пасивната каматна стапка) е зголемена. Како последица на промените во потрошувачката и инвестициите, нивото на домашна побарувачка за добра и услуги во однос на домашната понуда ќе се промени. Кога побарувачката ја надминува понудата, под услов сите останати работи да се непроменети, ќе се појави нагорен притисок врз цените. Покрај тоа, промените во агрегатната побарувачка може да се пренесат како построги и порелаксирачки услови на пазарите на труд и пазарите на интермедијарни добра, кои за возврат може да влијаат врз поставувањето на цени и наемнини на соодветниот пазар. Поради нивното влијание врз финансиските услови во економијата и очекувањата, одлуките на монетарната политика може да влијаат и врз други финансиски варијабли, како што се **цените на средствата** (на пример, цените на берзата) и **девизниот курс**.

Промените во девизниот курс може да влијаат врз инфлацијата директно, доколку увезените добра се дел од потрошувачката кошница, но тие исто така може да функционираат и преку други канали. Промените во другите цени на средствата обично влијаат врз инфлацијата индиректно, до оној степен што ефектот на богатството влијае врз одлуките на приватниот сектор за потрошувачка. Тие исто така може да имаат импликации врз финансиската стабилност кога настанува собирање и ненадејно пукање на финансиски меури, кое настанува најчесто во периоди на пролонгирано релаксирање на монетарната политика.²²⁰

Покрај тоа, промените во официјалната каматна стапка може, исто така, да влијаат на понудата на кредити (**„кредитен канал“**). По порастот на каматните стапки, ризикот дека некои баратели на кредит не ќе можат да ги отплатат своите кредити може да се зголеми на ниво при кое банката нема да го одобри тој кредит на тие баратели (**„каналот на банкарски заем“ на кредитниот канал**). Како последица на тоа, таквите должници, домаќинства или фирми се принудени да ја одложат нивната потрошувачка или инвестициони планови. Промените во каматните стапки исто така влијаат и врз билансот на состојба на фирмите. Зголемување на каматните стапки доведува до пониска нето - вредност на фирмите, што значи пониска вредност на

²²⁰ Исто, цит.дело, стр.59-83.

колатералот и оттука намалена способност за позајмување („каналот на билансот на состојба” на кредитниот канал).

Во дополнување на традиционалниот канал на банкарско позајмување, кој се фокусира на количината на кредити што се понудува, „каналот на преземање ризик” може да постои кога банкарскиот поттик за преземање ризик поврзан со обезбедување на кредитите, е засегнат. Овој канал се смета дека работи главно преку два механизми. Прво, ниските каматни стапки ја зголемуваат вредноста на средствата и колатералот. Ова, во комбинација со верувањето дека зголемувањето на вредноста на средствата е одржливо, доведува до преземање на повисоки ризици од страна на должниците и банките. Второ, ниските каматни стапки ги прават ризичните средства поатрактивни, бидејќи агентите трагаат по средства кои носат повисок просек. Во случај на банките, овие два ефекти обично се пренесуваат во олабавување на кредитните стандарди, што доведува до прекумерно зголемување на понудата на кредити.

Промените во девизниот курс („каналот на девизен курс”) нормално ќе влијаат врз инфлацијата на **три начини**. **Прво**, движењата на девизниот курс може директно да влијаат на домашната цена на увезените добра. Ако девизниот курс апрецира, цената на увозните добра има тенденција да опаѓа и на тој начин помага во редуцирање на инфлацијата директно, доколку овие производи се користат директно во потрошувачката. **Второ**, ако овој увоз се користи како инпут во производниот процес, пониската цена за инпутите може, со текот на времето, да доведе до пониска цена за финалните добра. **Трето**, движењата на девизниот курс, исто така, можат да имаат ефект преку нивното влијание врз конкурентноста на домашнопроизведените добра на меѓународните пазари. Ако девизниот курс апрецира, тоа доведува до намалување на конкурентноста на домашните добра наспроти странските добра на светкиот пазар, што доведува до намалување на надворешната побарувачка, а оттука и на вкупната побарувачка во економијата. Под услов сите други работи да се непроменети, ап्रेसијација на девизниот курс ќе има тенденција да го намали инфлаторниот притисок. Колкава ќе биде силината на ефектите на девизниот курс, зависи од тоа колку е отворена економијата на меѓународната трговија. Имено, ефектите на девизниот курс набљудувано објективно, се помалку важни за големите економии, отколку за мали и отворени економии. Покрај тоа, цените на финансиските средства како и девизниот курс, зависат и од многу други фактори покрај монетарната политика.

Каналот на очекувања главно работи преку влијание врз долгорочните очекувања на приватниот сектор. Всушност, тој има стекнато особено значење за спроведување на монетарната политика во последните децении. Неговата ефикасност круцијално зависи од кредибилитетот на комуникацијата на централната банка која првенствено почива на здрава рамка на монетарната политика. На пример, ако централната банка има висок степен на кредибилитет во спроведувањето на нејзината цел, монетарната политика ќе врши моќно директно влијание врз движењата на цени преку насочување на очекувањата на економските агенти за идната инфлација и оттука остварувајќи влијание врз носителите на плати и цени. Кредибилноста на централната банка во одржување на ценовна стабилност е круцијална. Ако економските агенти веруваат во способноста на централната банка и нејзината посветеност да ја одржува стабилноста на цени, очекувањата за инфлација ќе останат закотвени блиску до ценовната стабилност. Ова, за возврат ќе влијае врз одредувањето на плати и цени, поради тоа што во средина на ценовна стабилност, поставувачите на плати и цени нема да мораат да ги прилагодат цените нагоре поради стравот од повисока идна инфлација. Поради ова, кредибилноста ја олеснува задачата на монетарната политика.²²¹

Разбирањето на трансмисиониот механизам е круцијален за монетарната политика. Поради тоа, не е изненадувачки обидот на бројни истражувачи да ги анализираат комплексните врски што ги повлекува овој сложен механизам. **Еден од главните наоди е дека монетарната политика влијае врз економијата главно преку каналот на каматни стапки.** Иако емпириските методи за квантификација на трансмисиониот механизам и неговите канали се покажаа од голема помош во последните децении, резултатите прикажаа само делумна светлина на комплексниот процес. Процесот на учење е во тек и ЕЦБ ќе продолжи да ги следи евентуалните промени во однесувањето и структурата.

Кога ЕЦБ ја презеде одговорноста за новата валутна област, таа се соочи со висок степен на несигурност, непознат за повеќето други централни банки, во врска со трансмисиониот процес и основните податоци. Покрај тоа, институционалните и бихејвиористички промени што следеа по воведувањето на единствената валута на почетокот на 1999 година, веројатно доведоа до промени во односите помеѓу различни економски варијабли. Со примена на ретроспективата, голем број на широкоприфатени

²²¹ ECB (2007), "Challenges to fiscal sustainability in the euro area", Monthly Bulletin, February.

и етаблирани факти поткрепени со искуство за другите економии се потврди дека важат и за Еврозоната. **Прво**, долги и неизвесни задоцнувања постојат во преносот на монетарни импулси до нивото на домашни цени. **Второ**, во нормални времиња, монетарната политика функционира главно преку каналот на каматни стапки: затегнувањето на монетарната политика доведува до преодно намалување на аутпутот, што се очекува да го достигне својот максимум една и две години откако ќе се зголемат каматните стапки. Цените имаат тенденција да опаѓаат постепено и побавно на затегнувањето на монетарната политика за разлика од аутпутот.

Имено, неодамнешното истражување покажа дека монетарниот трансмисионен механизам и следствено на тоа одговорот на аутпутот и инфлацијата на шоките на каматните стапки не се промениле значително од воведувањето на еврото. **Трето**, подалеку од овие агрегатни ефекти, промените во каматните стапки, исто така, имаат влијание врз економската активност преку нивното влијание на паричните текови на фирмите и понудата на банкарски заеми и оттука потврдувајќи ја важноста на кредитниот канал на монетарната политика.

Согледувајќи го знаењето за трансмисиониот процес, Управниот совет на ЕЦБ има за цел да влијае на условите на пазарот на пари. **Нивото на краткорочните каматни стапки може да се постави така што ќе обезбеди ценовната стабилност да се одржува во текот на средниот рок.** Притоа, Централната банка е постојано соочена со високо ниво на несигурност во врска со природата на економските шокови што ја притискаат економијата и постоењето и силата на односите помеѓу макроекономските варијабли. Во контекст на ова, се идентификуваат неколку **клучни карактеристики** за водењето успешна монетарна политика во ЕМУ. **Прво**, функционирањето на **пазарот на пари** игра витална улога во спроведувањето на каналот на каматни стапки. Неговото правилно функционирање е од централно значење за преносот на политиката на каматни стапки на ЕЦБ.

Непречениот пренос на намерите на монетарната политика на Управниот совет на каматните стапки на пазарот на пари зависи критично од однесувањето на банките и нивната подготвеност да применат непречена ликвидност на меѓубанкарскиот пазар. Дисфункционалните пазари на пари можат да го заслабнат капацитетот на монетарната политика да влијае на изгледите за ценовна стабилност единствено преку прилагодувањата на каматните стапки. Неодамнешните настани покажаа дека правилниот пренос на монетарната политика може да биде попречен кога настануваат

големи финансиски турбуленции. Со цел да се задржи трансмисиониот механизам целосно функционален и да се обезбеди одржување на ценовната стабилност во текот на среден рок, централната банка можеби ќе треба да воведо **нестандардни политички мерки**, односно ликвидоносни интервенции со цел олеснување на преносот на политиката на каматни стапки и зголемување на тековите на кредит кон пошироката економија.

Второ, благодарение на задоцнувањата во трансмисиониот процес, промените на монетарната политика влијаат само на цените после бројни квартали или години. Ова значи дека централните банки треба да утврдат каков политички став е потребен денес со цел да се одржи ценовната стабилност во иднина, откако ќе се развијат трансмисионите задоцнувања. Во оваа смисла, монетарната политика мора да биде **прогресивна и превентивна**. **Трето**, како последица на тоа што трансмисионите задоцнувања оневозможуваат на краток рок монетарната политика да ги надмине непредвидените шокови на нивото на цени (на пример, оние предизвикани од промените во цените на меѓународните стоки), некоја краткорочна нестабилност во стапките на инфлација е неизбежна. Покрај тоа, со оглед на комплексноста на трансмисиониот процес, секогаш постои голем елемент на несигурност околу ефектите на монетарната политика. Поради овие причини, монетарната политика треба да има **среднорочна ориентација** за да избегне прекумерен активизам и воведување на непотребна варијабилност во реалната економија.

Четврто, монетарната политика е значително поефикасна кога **цврсто ги вкотвува инфлаторните очекувања**. Во овој поглед, централната банка треба да ја специфицира својата цел, да елаборира и одржува конзистентен и систематски метод за спроведување на монетарната политика и да комуницира јасно и отворено. Ова се клучните елементи за постигнување високо ниво на кредибилитет, неопходен предуслов за влијание врз очекувањата на економските актери. Добро имплицираниите инфлаторни очекувања дејствуваат како автоматски стабилизатори во услови на зголемена макроекономска нестабилност и ја прошируваат јачината на монетарната политика во оние услови во кои трансмисиониот механизам е пореметен.

Конечно, како и секоја друга централна банка, ЕЦБ се соочува со значителна несигурност во врска со веродостојноста на економските индикатори, структурата на економијата во Еврозоната и трансмисиониот механизам на монетарната политика. Според тоа, **успешната монетарна политика мора да има широка основа, да ги**

имплицира сите релевантни информации кои се потребни за да се разберат факторите што ги движат економските случувања и да не се потпира на единствен модел на економијата.

ЕЦБ прифати и објави стратегија на монетарната политика со цел да обезбеди конзистентен и систематски пристап кон одлуките на монетарната политика. Оваа стратегија ги имплицира горенапоменатите генерални принципи со цел да одговори на предизвиците со кои се соочува Централната банка. Таа има за цел да обезбеди сеопфатна рамка во која одлуките за соодветното ниво на краткорочни каматни стапки ќе може да се донесат и да ѝ се објаснат на јавноста.

Стратегијата на монетарната политика на ЕЦБ се состои од два основни елементи. **Првиот елемент** од стратегијата е квантитативната дефиниција на стабилност на цени, која ја објаснивме погоре. **Вториот елемент** е пристапот на два столба кон анализата на ризиците на стабилноста на цени. Овој втор елемент обезбедува рамка во која Управниот совет ги оценува сите релевантни информации и анализи потребни за да се донесат одлуките на монетарната политика на прогресивен и превентивен начин. Во овој поглед, стратегијата на ЕЦБ, исто така, обезбедува и рамка за објаснување на одлуките на монетарната политика на јавноста на јасен и транспарентен начин.

Со цел да ја постигне својата примарна цел за одржување на стабилноста на цени во рамките на Еврозоната како целина, Евросистемот користи сет од инструменти на монетарната политика и процедури и на тој начин ја обезбедува **оперативната рамка** за спроведување на одлуките на монетарната политика во пракса. Оперативната рамка и стратегијата на монетарната политика имаат посебна улога во спроведувањето на монетарната политика. **Стратегијата** детерминира кое ниво на каматни стапки на пазарот на пари е побарувано за да се одржи ценовната стабилност во текот на среден рок, додека **оперативната рамка** детерминира како да се постигне ова ниво на каматни стапки користејќи ги расположливите инструменти на монетарната политика и процедури. Оперативната рамка на Евросистемот се заснова на неколку **водечки принципи**. Овие принципи се однесуваат на комплементарен и меѓусебно зајакнувачки начин.

Главен принцип е **оперативната ефикасност**. Ова може да се дефинира како способност на оперативната рамка да овозможи одлуките на монетарната политика да се пренесат прецизно и брзо на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари. Ова

за возврат влијае врз нивото на цени преку различни канали на трансмисиониот механизам на монетарната политика. Со други зборови, оперативната ефикасност гарантира за сигнализацијата и трансмисијата на монетарната политика. Покрај тоа, за да се оствари ефективна сигнализација, треба да се одвојат формулацијата на монетарната политика и нејзината имплементација. За да се обезбеди ефикасен пренос на монетарната политика, оперативната рамка треба да биде конзистентна со принципите на пазарноориентирана економија, во која конкуренцијата е клучна за обезбедување на ефикасна алокација на ресурсите.

Други важни принципи се **еднаков третман на финансиските институции и хармонизација на правилата и процедурите во рамките на цела Еврозона**. Со оглед на фокусот на Еврозоната, кредитните институции мора да бидат третирани еднакво во Еврозоната, без оглед на нивната големина и локација. Оваа хармонизација на правила и процедури има за цел да обезбеди еднаков третман преку овозможување на идентични услови за сите кредитни институции во Еврозоната во врска со трансакциите во Евросистемот.

Оперативната рамка, исто така, треба да биде во согласност со принципите на **едноставност, транспарентност, континуитет, безбедност и ефикасност на трошоците**. Едноставноста и транспарентноста овозможуваат учесниците на финансиските пазари добро да ги разберат намерите зад операциите на монетарната политика. Принципот на континуитет бара избегнување на чести и големи прилагодувања во инструментите и процедурите, така што централните банки и нивните договорни страни да можат да се потпрат на минатите искуства кога учествуваат во операциите на монетарната политика. Принципот на безбедност бара финансиските и оперативни ризици на Евросистемот да се сведат на минимум, додека ефикасноста на трошоците треба да обезбеди ниски оперативни трошоци за Евросистемот и комитентите кои произлегуваат од оперативната рамка.

Конечно, еден принцип кој е специфичен на Евросистемот е **децентрализацијата на спроведувањето на монетарната политика**. Во согласност со овој принцип, операциите на монетарната политика на Евросистемот обично се спроведуваат преку националните централни банки, што значи дека ЕЦБ врши координација на операциите, додека трансакциите се вршат од страна на националните централни банки. Основните инструменти на монетарната политика на ЕЦБ се: **операции на отворен пазар** (open market operations), **расположливи линии** (standing

facilities)/дисконтен прозорец (discount window) и задолжителна резерва (minimum reserve). **Операциите на отворен пазар** вклучуваат: основни операции на рефинансирање (main refinancing operations - MROs), долгорочни операции на рефинансирање (longer-term refinancing operations - LTROs), операции на фино прилагодување (fine-tuning operations – FTOs) и структурни операции. Овие операции играат важна улога во управувањето на каматните стапки, сигнализирањето на ставот на монетарната политика и управувањето со условите на ликвидноста на банкарскиот сектор во Еврозоната.

Со цел контролирање на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари и ограничување на нивната променливост, Евросистемот исто така овозможува **две расположливи линии**: кредити во крајна инстанца (marginal lending facility) и депозитни линии (deposit facility). Двете линии имаат рок на доспевање преку ноќ и се на располагање на договорните страни по нивна сопствена иницијатива. Каматната стапка на кредитот во крајна инстанца е обично значително повисока од соодветната каматна стапка на пазарот на пари и каматната стапка на депозитните линии е обично значително пониска од каматната стапка на пазарот на пари.

Графикон 3-4. Клучните каматни стапки на ЕЦБ и EONIA започнувајќи од 1999 година



Извор: ЕЦБ

Со поставување на каматните стапки на расположливите линии, Управниот совет ефективно го одредува коридорот во рамките на кој каматните стапки преку ноќ на пазарот на пари ќе флукутираат. Графикон 3-4 го покажува развојот на клучните каматни стапки на ЕЦБ од јануари 1999 година и движењето на каматните стапки преку ноќ врз основа на прекуноќниот просечен индекс пресметан како пондериран просек на сите трансакции што се извршуваат прекуноќ на меѓубанкарскиот пазар EONIA (euro overnight index average).

Овој графикон покажува дека во нормални времиња, EONIA генерално останува блиску до каматната стапка на MROs, со што се демонстрира важноста на овие операции како главен инструмент на монетарната политика на Евросистемот. Ова однесување се промени во октомври 2008 година, кога Евросистемот усвои нестандардизирани мерки за да се спротивстави на негативните ефекти на финансиската криза. Притоа, се забележува дека разликата помеѓу каматните стапки на MROs и каматната стапка на расположливите линии е непроменета помеѓу април 1999 година и октомври 2008 година на +/- 1 процентен поен. Ширината на коридорот беше привремено намалена до +/- 0.5 процентен поен, пред да се прошири повторно на +/- 0.75 процентни поени во мај 2009 година. Конечно, третиот инструмент **задолжителната резерва**, според кој ЕЦБ наложува кредитните институции во Еврозоната задолжително да чуваат депозити на сметките во националните централни банки, познати како задолжителни резерви.

4.1.2 Фискалната политика во Европската монетарна унија

Европската интеграција и создавањето на Монетарната унија во Европа (ЕМУ) има опфатено бројни договори за дизајнот на фискалната политика. Договорот за функционирање на ЕУ (Договорот од Лисабон) и Пактот за стабилност и раст имаат за цел да обезбедат одржливост на јавните финансии на земјите - членки на ЕУ. **Пактот за стабилност и раст (ПСР)** е најскорешен од сите нив, договорен во Амстердам, формално усвоен во летото 1997 год. и надограден во 2005 година. Тој Пакт ги комплетира и заострува фискалните одредби опфатени со Маастришката спогодба и настојува да ја направи буџетската дисциплина перманентна карактеристика на ЕМУ. Овој договор го имаат склучено сите земји - членки на Европската унија и ги содржи потребните критериуми за буџетски дефицит и јавен долг што претставува основа за фискална координација.

Неговата појава се должи на присуството на историски висок јавен долг и обновен теоретски интерес за фискални политики засновани на правила. Како дополнување на општите аргументи за ублажување на т.н. „склоност кон дефицит“, ригорозната фискална дисциплина била неопходна за да се зајакне кредибилитетот на самостојната монетарна политика. ПСР претставува можеби најограничувачка „облигаторна технологија“ што била некогаш усвоена од група држави во обид да се воспостават и одржат здрави јавни финансии.²²²

Како што напомниме погоре, посебна карактеристика на Евроната е фактот што монетарната политика е централизирана во рацете на Европската централна банка (ЕЦБ), додека фискалната политика останува децентрализирана во рацете на индивидуалните држави земји - членки на Унијата. Оттука, се појавува потребата да се поддржи одговорноста на ЕЦБ во одржувањето на ценовна стабилност и заштита од појава на „слободен јавач“, преку воведување на **правила во фискалната политика** со цел дисциплинирање на јавните финансии. Тие правила се составени од две важни компоненти. **Прво**, општиот државен дефицит/БДП показател на земјата - членка не смее да надмине 3% и нејзиниот општ јавен долг/БДП показател не смее да надмине 60%. Во случај последниот показател да биде надминат, земјата мора да демонстрира дека нејзиниот долг е редуциран и се приближува кон референтната вредност со задоволително темпо.

Второ, земјите - членки мора да го почитуваат среднорочниот буџетски таргет „блиску до баланс или во суфицит“ со цел да се овозможат нормални циклични флукуации, додека дефицитот се одржува во рамките на неговата референтна вредност 3% од БДП. Тој услов може да се прекрши единствено во исклучителни околности кога прекумерноста е резултат на невообичаен настан надвор од контрола на земјата - членка и кој има огромен буџетски импакт или кога е резултат на сериозен економски пад, односно годишен пад на реалниот БДП од најмалку 2 процентни поени.

Помалото намалување на БДП од 0,75% може да биде толкувано како исклучок, земајќи го предвид ненадејниот економски пад и акумулираната загуба на аутпут во однос на минатите трендови.²²³ Пактот за стабилност и раст обезбедува рамка за буџетска дисциплина помеѓу потенцијалните учесници во третата фаза на Европската

²²² Види докторски труд на Стеван Габер (2011): „Буџетскиот дефицит, јавниот долг и економските импликации“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“, Економски факултет, Скопје.

²²³ Види Paul De Grauwe, “Economics of Monetary Union”, Oxford University Press, Sixth Edition, 2005, стр. 228.

монетарна унија, односно кога неотповикливото врзување на девизните курсеви ќе мора да се случи.²²⁴ Овој пакт обезбедува систем за рано предупредување, во кој се идентификуваат сериозните отстапувања на одредена земја од нејзините среднорочни фискални планови и соодветно на тоа се даваат препораки за корективна акција пред дефицитот да ја надмине неговата референтна вредност. Сепак, ПСР претрпе многу измени со текот на времето. Неговата стабилизациона улога во поглед на фискалната дисциплина значајно потфрли во рамки на светската финансиска криза. Тоа го вклучи алармот за итна корективна мерка врз постоечката фискална рамка на ЕМУ преку коригирање на постоечките фискални правила во поглед на флексибилноста (клаузули за излез во услови на криза) и корективниот механизам (санкции при прекршување на правилата), имплементирање на нови фискални правила кои би требало да бидат прилагодени на специфичните економски услови на одделната земјата-членка што би ги имплементира и интензивно формирање на фискални совети (независни тела или комитети) кои претставуваат независни јавни институции чија основна одговорност е следење на комплементарноста на фискалната политика со пропишаните фискални правила, како и оценка на евентуалната потреба за преземање корективна акција во насока на зајакнување на фискалната дисциплина. Поради големата важност на фискалните правила и фискалните совети, во Прилог 1 е прикажана кратка и сеопфатна анализа на оваа проблематика.

Прилог 1: Фискални правила и фискални совети

Појавата на европската должничка криза и потребата да се стабилизираат големите фискални имбаланси и високите буџетски дефицити на земјите кои применија обемни фискални пакет-мерки, доведоа до активна примена на фискални правила како институционален инструмент за поддршка на фискалната дисциплина и одржливост на јавните финансии.²²⁵ Во економската литература се издвојуваат **три етапи** во развојот и примената на фискалните правила. **Првата етапа** беше во текот на 1990-тите години како одговор на банкарските (Финска и Шведска) и должничките кризи (Бразил и Перу) и потребата за фискално прилагодување на земјите -кандидати за влез во Еврозоната (Белгија). **Втората етапа** беше на почетокот на 2000-та година, кога многу земји во развој ги модифицираа своите фискални рамки и воведоа повеќе од едно фискално правило, со цел да ги стабилизираат прекумерните буџетски дефицити и неодржливите јавни долгови (Холандија и Швајцарија). **Третата етапа** настана како

²²⁴ Jurgen Von Hagen (2010). The Sustainability of Public Finances and Fiscal Policy Coordination in the EMU, No. 412, Case Network Studies & Analyses, p. 17-22.

²²⁵ Wyplosz, C. (2012). "Fiscal Rules: theoretical issues and historical experiences", Working Paper 17884, NBER, March, p.5.

последица на глобалната и должничката криза и ја претставува т.н. нова генерација на фискални правила.²²⁶

Фискалните правила се дефинираат како перманентни (долготрајни) ограничувања на фискалната политика преку лимитирање на вредностите на релевантните буџетски показатели.²²⁷ Целта на овие правила е да се обезбеди поголема фискална одговорност, кредибилност и одржливост на јавниот долг, преку дисциплинирање на фискалната политика кон ефикасно и ефективно управување со јавните финансии и избегнување на прекумерна јавна потрошувачка во добри и просперитетни времиња, што остава мал простор за контрацикличен одговор во услови на лоши и неповолни времиња. Според видот (типот) на буџетските показатели што се лимитираат, **фискалните правила се делат во четири групи:** правила на јавен долг, правила на буџетски дефицит, правила на јавни расходи и правила на јавни приходи. Фискалните правила имаат различни својства во однос на целите, оперативните насоки и транспарентноста. Притоа, примарната цел на овие правила е промовирањето на фискална одржливост.

- **Правилата на јавниот долг** поставуваат експлицитни ограничувања или таргети за јавниот долг како процент од БДП. По дефиниција, овој тип правила се најефикасни во однос на обезбедувањето на конвергенција кон таргетираното ниво на долг, како и подобра комуникација со јавноста. Поради временското задоцнување во имплементирањето на овие правила, тие не обезбедуваат јасна краткорочна насока за носителите на политиките. Покрај тоа, правилата на долг можат да бидат под влијание на настани кои се надвор од контрола на владата, како што се промените во каматните стапки, девизниот курс и “below-the-line” финансирањата, што доведуваат до големи и нереалистични фискални прилагодувања и непочитувања на правилата на долг.
- **Правилата на буџетскиот дефицит** ја ограничуваат онаа променлива која примарно влијае врз показателот на долг и се во голема мера под контрола на носителите на политиките. Оттука, овие правила обезбедуваат јасна оперативна насока и поддршка за одржливоста на долгот. Правилата на буџетски дефицит можат да бидат специфицирани како правила на вкупниот, структурниот или прилагодениот буџетски дефицит и дефицитот “over the cycle.”²²⁸ Додека првиот вид правила немаат карактеристики на економска стабилизација, последните три правила експлицитно се користат за настанување на економски шокови. Правилата на примарниот буџетски дефицит имаат послаба врска со

²²⁶ Schaechter, A., T. Kinda and N. Budina (2012). “Fiscal Rules in Response to the Crisis – Towards the “New Generation” Rules, A New Dataset, IMF Working Paper, WP/12/187, p.31.

²²⁷ Секој елемент од оваа дефиниција е релевантен: правилото опишува таргет на вредност на буџетскиот показател (нумерички таргет) во текот на подолг временски период за насоката на фискалната политика; специфицира конечен оперативен фискален индикатор на кој може да се примени; и, правилото е едноставно што овозможува негово брзо применување, комуницирање со јавноста и следење (Carlo Cottarelli (2009). Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, p.4.).

²²⁸ *Циклично-прилагодениот буџетски дефицит* ги опфаќа промените на фискалната политика кои не се поврзани со ефектите на економскиот циклус врз буџетот. *Структурниот буџетски дефицит* ги вклучува дополнителните еднократки фактори и други недискрециони промени во буџетот кои не се поврзани со економскиот циклус. Додека овие таргети специфицираат годишен таргет, правилото “over-the-cycle” („во текот на циклусот”) бара одржување на номиналниот буџетски дефицит на просечно ниво во текот на економскиот циклус.

одржливоста на долгот, бидејќи порастот на каматните плаќања не повлекува буџетски прилагодувања, дури и во случај на потенцијално влијание врз буџетскиот дефицит или јавниот долг. „Златното правило” што го таргетира вкупниот буџетски дефицит намален за трошоците за капитални инвестиции, е уште помалку поврзан со долгот.²²⁹

- **Правилата на јавните расходи** поставуваат перманентни ограничувања на вкупните, примарните или тековните расходи во апсолутен износ, стапка на раст или процент од БДП. Овие правила не се директно поврзани со одржливоста на долгот, бидејќи тие не ја ограничуваат страната на расходите. Сепак, во комбинација со правилата на долгот или буџетскиот дефицит, можат да обезбедат оперативна алатка за постигнување на потребната фискална консолидација која е во согласност со одржливоста на долгот.
- **Правилата на јавните приходи** поставуваат горна и долна граница на приходите со цел зголемување на приходите и спречување на прекумерен даночен товар. Овие правила, исто така, не се директно поврзани со контролата на јавниот долг, бидејќи не содржат ограничувања на страната на расходите.

Со цел да се премостат ограничувањата на правилата и да се оствари поголема поврзаност со одржливоста на долгот, многу земји пристапија кон примена на комбинација на две или повеќе правила. Во почетокот на 2009 година, најголем број од земјите имаа комбинација на правила на долг и правила на дефицит.²³⁰ Според територијалната покриеност, правилата се делат на: **национални, субнационални и наднационални правила**. Притоа, околу 52% од активните фискални правила се национални, додека останатите се вклучени во четирите наднационални спогодби: Пактот за стабилност и раст во Европа, Западноафриканската економска и монетарна унија, Централноафриканската економска и монетарна заедница и Источнокарипската валутна унија. Во валутните униии, наднационалните правила имаат основна цел да ги интернализираат регионалните трошоци на фискалната недисциплина и да формираат рамка за подобра координација на монетарно-фискалниот микс. До крајот на март 2012 година, 76 земји имаа усвоено национални и наднационални фискални правила.²³¹

Ефективните правила на фискалната политика се состојат од три компоненти.²³² Прво, стабилна и недвосмислена врска помеѓу (нумеричкиот) таргет(от) и крајната цел, на пример одржливоста на долгот. Второ, доволна флексибилност како одговор на шок, така што правилото не дозволува понатамошно влошување на макроекономската стабилност. Во зависност од условите на земјата, флексибилноста е особено потребна во услови на варијабилност на аутпутот, каматните стапки, девизниот курс и други неантиципирани шокови (природни непогоди). Трето, јасен институционален механизам кој вклучува корективна акција во случај на прекршување на

²²⁹ Правилото “pay-as-you-go”, кое пропишува дека секоја мерка во облик на дополнителен трошок или намален приход што го зголемува дефицитот треба да биде надоместена преку друга мерка со неутрален ефект на дефицитот, се смета за процедурално правило и не е вклучено во базата на нумерички фискални правила, бидејќи не поставува лимити на вредностите на буџетските показатели.

²³⁰ Carlo Cottarelli (2009). Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, p.9.

²³¹ Schaechter, A., T. Kinda and N. Budina (2012). “Fiscal Rules in Response to the Crisis – Towards the “New Generation” Rules, A New Dataset, IMF Working Paper, WP/12/187, p.10.

²³² Исто, стр. 20.

правилото. Законската основа на фискалните правила се разликува според типот на правилата и земјата. **Најголем дел од правилата на расходи, долг и дефицит се вградени во законски норми.** Помалиот број правила на приходи се имплементирани преку комбинација на **политичка посветеност, договори за коалиција и законски норми (Табела 1).** Генерално, најголем дел од правилата на дефицит и долг се наднационални правила утврдени со меѓународни договори. Само мал број земји во својот устав имаат вградено фискални правила (Табела 2). Сепак, правилата кои се вградени на повисока законска основа имаат подолготраен карактер, бидејќи е многу потешко да се укинат или модифицираат, дури и при промена на влада.

Табела 1. Законска основа на фискалните правила 1/

	Видови на фискални правила			
	Расходи	Приходи	Буџетски дефицит	Долг
Политичка посветеност	4	2	3	4
Договор за коалиција	4	1	3	4
Законска основа	12	2	21	14
Меѓународна спогодба 2/			41	47
Уставна основа	0	1	2	1
Вкупно	20	6	70	70

Извор: ММФ.

1/ Засновано на фискалните правила кои се применуваа до крајот на март 2012 година. Збирот на колоните може да биде поголем отколку бројот на земјите што имаат правила, бидејќи многу земји имаат применето повеќе од едно правило. Во табелата се вклучени 2/ Ова се однесува на сите наднационални фискални правила.

Табела 2. Земји со уставно уредени фискални правила

Земја	Тип на правило	Година на
Франција	приходи	2006
Германија	буџетски дефицит	1969, 2009
Полска	долг	2004
Шпанија	буџетски дефицит, долг, расходи	2011
Швајцарија	буџетски дефицит	2003

Извор: ММФ

Забелешка: Ги вклучува само оние фискални правила кои се применуваа до крајот на март 2012 година. Други земји кои ги усвоија фискалните правила во нивните уставни, но оперативните детали се сеуште во постапката за детерминирање или вклучуваат долг период на транзиција до имплементацијата се: Италија, Унгарија и Шпанија.

Најголем дел од наднационалните правила за долг и дефицит ги покриваат показателите на генералната влада, што не е случај со помалку од половината национални правила. Во случајот на наднационални правила, повисокиот законски статус ја зголемува веројатноста за покривање на показателите на генералната влада. Националните правила на расходи и буџетски дефицит најчесто ги покриваат показателите на централната влада. За националните правила на приходи и долг, покриеноста на генералната и централната влада е прилично еднаква. Постојат земји со фискални правила кои од таргетируваниот показател одземаат одредени приходи и расходи, како на пример капитални инвестиции, што соодветствува на добропознатото „**златно правило**” (Табела 3). Мал број земји, исто така, ги одземаат каматните плаќања и цикличносензитивните трошоци од таргетируваниот показател. Трошоците за капитални инвестиции се одземаат, бидејќи позитивно придонесуваат кон долгорочниот раст, но негативно придонесуваат кон врската со вкупниот долг. За разлика од тоа, каматните плаќања и цикличносензитивните трошоци на краток рок не се под контрола на државата и доведуваат до краткорочни прилагодувања во другите категории на трошоци, и тоа најчесто во кратењето на капиталните трошоци, што има негативен импакт врз растот.

Табела 3. Покривање на фискалните показатели 1/

Ставки кои најчесто се исклучуваат	Земји во кои се применуваат исклучувања (тип на правило)
Каматни плаќања	Финска (ПР), Франција (ПР), Шпанија (ПР), Шведска (ПР)
Циклично-сензитивно расходи	Данска (ПР), Финска (ПР), Швајцарија (ПБД)
Капитални расходи	Национални: Бразил (ПР, ПД), Еквадор (ПР), Хонг Конг САР (ПБД), Јапонија (ПБД) Наднационални: ЗАЕМУ и ЦАЕМЗ (ПБД, ПД, исклучени капитални расходи финансирани од странски извори)

Извор: ММФ

Засновано на фискалните правила кои се применуваат до крајот на март 2012 година. ПР=правила на расходи, ПБД=правила на буџетски дефицит, ПД= правила на долг, ЗАЕМУ= Западно-африканска економска и монетарна унија, ЦАЕМЗ = Централно-африканска економска и монетарна заедница.

Најголемата грижа во врска со фискалните правила е малиот простор што постои за прилагодување на шокови, ризиците во врска со застранување од приоритетите на трошење и поткопувањето на кредибилитетот како последица на одредени интересни групи. Оттука, со цел да се зголеми флексибилноста на правилата, започна активна примена на **клаузули за бегство (излез)** кои треба да вклучуваат: (1) многу ограничен број фактори што овозможуваат активирање на овие клаузули за излез во законодавството; (2) јасни насоки во поглед на толкувањето и детермирањето на настаните; и (3) спецификација на патот назад кон владеење на правилото и третманот на акумулираните девијации.

Овие клаузули постојат за правилата на буџетски дефицит (и правилата на долг) во Бразил, Колумбија, Германија, Мауритиус, Мексико, Јамајка, Панама, Перу, Романија, Словачка, Шпанија и Швајцарија (Табела 5). Во сите случаи, одредбите на клаузулите за излез дозволуваат привремени девијации од правилата во случај на: рецесија или значајно забавување на растот, природна непогода (Бразил, Германија, Јамајка, Мауритиус, Панама, Перу, Словачка, Швајцарија) и спас на банкарските системи (Словачка). Сепак, главниот проблем поврзан со овие клаузули е нејасното дефинирање на настаните врз основа на кои се активираат клаузулите за излез.²³³

Имплементацијата на правилата може да се зајакне со вградување на **механизми за автоматска корекција на девијациите**. На пример, правилата на структурен буџетски дефицит на Швајцарија и Германија содржат механизми за автоматска корекција („должнички кочници“) кои се активираат во случај на надминување на горната граница на дефицитот која е различна за одделна земја (1,0% од БДП за Германија по обичен закон и 1,5% по устав, и 6% од трошоците на Швајцарија). Исто така, новиот договор за фискална одржливост “Fiscal Compact”, што го потпишаа 25 земји-членки на ЕУ на 2 март 2012 година, вклучува одредени насоки од страна на Европската комисија за креирање на автоматски механизми за стабилизација на потенцијалните девијации од правилата.²³⁴

²³³ На пример, сè до уставната промена во 2009 година, германското правило дозволуваше девијации во случај на „нарушувања на макроекономската рамнотежа“ што најчесто се применуваше за оправдување на надминувањето на горната граница на дефицитот. Во Индија, клаузулите дозволуваат владата да отстапи од таргетот во исклучителни околности „како што Централната влада може да определи“. Оваа нејасност значително ја намалува транспарентноста на фискалните правила и клаузули.

²³⁴ “Fiscal Compact” или Спогодбата за стабилност, координација и управување во ЕМУ, доколку се имплементира ефективно, би требало да претставува ефикасен инструмент за обезбедување на фискалната одржливост. Оваа спогодба воведува некои нови елементи за фискалните правила на национално ниво и ја зајакнува рамката за фискално управување имплицитно во Пактот за стабилност и

Табела 4. Фискални правила со клаузули за излез

Земја и дата	Природна непогода	Економска рецесија	Финансиска помош на банкарски системи, гарантни шеми	Промена на влада	Промена во покриеноста на буџетот	Други настани надвор од државна контрола	Дефинирани механизми на гласање	Дефинирана транзициона патека
Бразил (од 2000)	x	x	-	-	-	-	x	-
Колумбија (од 2011)	-	x	-	-	-	x	-	-
Германија (од 2010)	x	x	-	-	-	x	x	x
Јамајка (од 2010)	x	x	-	-	-	x	-	-
Мауритиус (од 2008)	x	x	-	-	-	x	-	-
Мексико (од 2006)	-	x	-	-	-	-	-	-
Паната (од 2008)	x	x	-	-	-	x	-	x
Перу (од 2000)	x	x	-	-	-	x	-	x
Романија (од 2010)	-	x	-	x	x	x	-	x
Словачка (од 2012)	x	x	x	-	-	x	-	-
Шпанија (од 2002)	x	x	-	-	-	x	x	x
Швајцарија (од 2003)	x	x	-	-	-	x	x	x
Земји-членки на ЕУ/еврозоната (од 2005)	-	x	-	-	-	-	-	x
ЗАЕМУ (од 2000)	-	x	-	-	-	-	-	-

Извор: ММФ.

Во рамките на светската финансиска криза многу земји ги ставија своите фискални правила во мирување и применија бројни контрациклични стимулативни мерки со цел да одговорат на драстичниот пад на производството и побарувачката.²³⁵ Оние земји кои имаа вградено клаузули за излез во фискалните правила имаа можност да обезбедат одредена флексибилност и благо прекршување на правилото во насока на повисока економска стабилизација. Спротивно на ова, многу земји по кризата усвоија нови фискални правила или ги реформираа веќе постоечките.²³⁶ Новата генерација на фискални правила експлицитно ја комбинира целта на одржливоста на јавните финансии со поголемата флексибилност за прилагодување во услови на економски шокови.

Со оглед на широкиот спектар на фискални правила и нивните посебни карактеристики кои соодветствуваат на специфичните карактеристики на секоја земја, постои тешкотија во идентификувањето на генералната ефективност на фискалните правила.²³⁷ Сепак, бројните емпириски истражувања потврдиле позитивни ефекти од воведувањето на

раст (ПСР), кои треба да започнат да се применуваат од 2014 година. Оваа спогодба вклучува: таргетирање на структурен буџетски дефицит од 0,5% од БДП, воведување механизми за автоматска корекција на отстапувањата од вредноста на фискалните правила, ново правило за долг, чија годишна патека на намалување на долгот не смее да биде под 1/20-тина од растојанието помеѓу набљудуваното ниво и таргетот, нови критериуми за расходите, поавтоматски процес на почнување на Процедурата за прекумерен дефицит и формирање на национални фискални совети кои треба да придонесат за остварување на одржливост на јавните финансии.

²³⁵ Пример за нефлексибилниот карактер на наднационалните фискални правила беше Пактот за стабилност и раст на ЕМУ, кој во 2003 година беше ставен во мирување поради неможноста да ги предвиди негативните ефекти од пролонгирааниот тригодишен пад на економската активност, што резултираше со високи буџетските дефицити и исклучително проциклични фискални политики, кои значително го надминаа пропишаното ниво на буџетски дефицит од 3%. Овој пример служи како потсетување дека, генерално е невозможно да се предвидат сите ситуации во кои ќе биде пожелно да се суспендира одредено правило.

²³⁶ На пример, Германија воведо правило на структурен буџетски дефицит во Уставот (0,35% од БДП за федералната влада и државите) кои треба да имаат официјална примена од 2016 година за федералната влада и 2020 година за одделните држави (Табела 8). Многу земји како Италија, Шпанија, Португалија, Австрија, Колумбија, дефинираа правила на структурни буџетски дефицити со цел обезбедување на одреден степен на флексибилност во лоши времиња и кредибилна посветеност во добри времиња.

²³⁷ Wyplosz, C. (2012). "Fiscal Rules: theoretical issues and historical experiences", Working Paper 17884, NBER, March.

националните фискални правила преку подобрените фискални перформанси на одредени земји.²³⁸ Според Виплош (Wyplosz), второто најдобро решение за обезбедување на фискална дисциплина и одржлива патека на јавните финансии се фискалните совети, кои претставуваат независни јавни институции чија основна одговорност е следење на комплементарноста на фискалната политика со пропишаните фискални правила, како и оценка на евентуалната потреба за преземање корективна акција во насока на зајакнување на фискалната дисциплина.²³⁹

Првиот бран на формирање на **фискални совети** беше во Белгија, Данска, Холандија и САД, кој потоа беше проследен со втор бран на чело со Шведска (2007 година), Ирска, Португалија, Словенија и Обединетото Кралство.²⁴⁰ Охрабрувачки е што **голем број земји во Еврозоната веќе оформија фискални совети или се во процедура на основање**. Имено, денес, 19 земји-членки имаат активни фискални совети, што е за четири пати повеќе од оние во 2007 година.²⁴¹ Бројот на овие совети се очекува да расте во следните месеци. Единствените земји во ЕУ кои немаат конкретна законска иницијатива за основање на фискални совети се Чешка и Полска, поради тоа што не се под надлежност на регулациите на двата пакта на ЕУ.

Во неколку земји, овие фискални совети се составен дел на други јавни институции, како што се централните банки, националните ревизорски куќи или парламентот. Сепак, тешко е да се процени ефективноста на фискалните совети. Нивната ефективност во голема мера ќе зависи од тоа дали се независни од политичко влијание и дали имаат функционална автономија. Целосно независните и кредибилни фискални совети ги зголемуваат политичките трошоци на владите за девијација од нивните обврски и одговорности. Особено е важно политичкото влијание да биде строго забрането и изборот на членовите на овие совети да биде врз основа на квалитетите и експертизата, а не политичките преференции. Во многу земји, членовите на советите се академици или експерти кои се надвор од Владата.²⁴²

Фискалните совети се делат на **меки, тврди и многу меки фискални совети**. Меките совети имаат исклучително советодавна функција, предложуваат одредено ниво на буџетски дефицит секоја година и владите не се обврзани да се придржуваат до нивните совети. Ефективноста на овој аранжман зависи исклучиво од јавната дебата. Овој вид на фискален совет постои во Белгија, Данска, Чиле, Холандија и Шведска. Тврдите фискални совети го поставуваат нивото на буџетски дефицит секоја година кое е обврзувачко за владите и парламентот. Поради нивната голема моќ, тие не се многу посакувани од страна на фискалните власти. Последната форма на совет се многу меките фискални совети кои се потпираат исклучиво на експертски оценки кои се инкорпорираат во буџетскиот процес само како инпут во владата и парламентот.

²³⁸ Carlo Cottarelli (2009). Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, p.15.

²³⁹ Charles Wyplosz (2008). Fiscal Policy Councils: Unlovable or just unloved?, Swedish Economic Policy Review 15, p.15-18.

²⁴⁰ “The Swedish Fiscal Policy Council: Watchdog with a Broad Remit, Lars Calmfors, CESifo Working Paper No.3725; Category 6: Fiscal Policy, Macroeconomics and Growth, January 2012, p.5-6.

²⁴¹ Monthly Bulletin, ECB, June 2014, p.99-100.

²⁴² Пример за фискален совет составен од високи и докажани експерти е Шведска (2007 година), каде што шестчлениот совет го сочинуваат лица со високи научни способности во економијата и луѓе со значајно практично искуство во водењето на политиките. Во ноември 2011 година, Советот е составен од 5 академски економски и 1 надворешен економист со норвешко потекло.

Пример за вакви совети се: Германскиот совет на академски експерти, Советот на фискалниот систем во Јапонија и Канцеларијата на буџетот на Конгресот во САД.²⁴³ Сепак, какви ќе бидат позитивните ефекти од формирањето на фискалните совети и нивната комбинација со фискалните правила ќе покаже времето, како и посветеноста и решителноста на владите да имплементираат кредибилни и прудентни фискални политики насочени кон остварување на одржливост на јавниот долг и макроекономска стабилност.

4.1.2.1 Период пред Мастрискиот договор: поставување на здрави темели

Графикон 4-4 Генерален државен дефицит и долг во еврозоната



Извори: АМЕСО, Економски прогнози на Европската комисија (есен 2006 и пролет 2011) и пресметки на ЕЦБ. Забелешки: сите бројки се однесуваат на првите 12 земји на еврозоната.¹

На основањето на ЕМУ во раните 1990-ти, му претходеше период кој се карактеризираше со големи јавни расходи, хроничен буџетски дефицит и брзорастечки стапки на јавен долг во многу од претстојните земји на Еврозоната. Буџетскиот дефицит во тој период се движеше во просек од 4-6% од БДП (види Графикон 4-4). Од 1991 година, јавниот долг во просек достигна приближно 60% од БДП во првите 12 земји. Сепак, случувањата се разликуваа значително од земја до земја. Во некои земји дефицитот надмина 10% од БДП во текот на

поголемиот дел од 1980-тите и раните 1990-ти, а од 1991 година, јавниот долг се приближи или надмина 100% од БДП во три од нив (види Табела 1-4).²⁴⁴ Многу набљудувачи и економисти предупредуваа во врска со воспоставувањето на ЕМУ без соодветни фискални контроли.

²⁴³ Charles Wyplosz (2008). Fiscal Policy Councils: Unlovable or just unloved?, Swedish Economic Policy Review 15, p.12-14

²⁴⁴ Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P. and Stark, J. (2011), "The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform", Occasional Paper Series, No 129, European Central Bank, September.

Како резултат на тоа, основоположниците на ЕМУ обезбедија некои заштитни мерки против фискално расипништво кои беа содржани во Мастриската спогодба: забрана за монетарно финансирање на државните дефицити преку централните банки; забрана за пристап до финансиски институции од страна на јавниот сектор; “no-bailout principle” или принципот за избегнување спас, кој исклучува споделување на одговорноста за државниот долг помеѓу земјите - членки; и услов за да се избегне прекумерен буџетски дефицит и јавен долг (со референтни вредност од 3%/ БДП за буџетскиот дефицит и 60%/БДП за јавниот долг).

Табела 2-4. Генерален државен биланс и долг во Еврозоната (како % од БДП)

Земји	Буџетски биланс				Бруто долг			
	1991	1998	2007	2010	1991	1998	2007	2010
Белгија	-7.4	-1.0	-0.3	-4.1	127.1	117.4	84.2	96.8
Германија	-2.9	-2.2	0.3	-3.4	39.5	60.3	64.9	83.2
Ирска	-2.8	2.4	0.1	-32.4	94.5	53.6	25.0	96.2
Грција	-9.9	-3.8	-6.4	-10.5	73.4	94.5	105.4	142.8
Шпанија	-4.2	-3.2	1.9	-9.2	43.4	64.1	36.1	60.1
Франција	-2.9	-2.6	-2.7	-7.0	36.0	59.4	63.9	81.7
Италија	-11.4	-2.8	-1.5	-4.6	98.0	114.9	103.6	119.0
Луксембург	0.7	3.4	3.7	-1.7	4.1	7.1	6.7	18.4
Холандија	-2.7	-0.9	0.2	-5.4	76.6	65.7	45.3	62.7
Австрија	-2.9	-2.4	-0.9	-4.6	56.3	64.8	60.7	72.3
Португалија	-7.0	-3.5	-3.1	-9.1	55.7	50.4	68.3	93.0
Финска	-1.0	1.5	5.2	-2.5	22.3	48.4	35.2	48.4
Еврозоната	-5.0	-2.3	-0.7	-6.0	57.3	73.2	66.8	86.1

Извор: Европската комисија и пресметки на ЕЦБ.

Забелешки: Податоците за Еврозоната се однесуваат на првите 12 земји - членки на Еврозоната.

Дополнително на ова, други два важни институционални елементи беа воведени. **Прво**, подобноста за членство во Еврозоната беше врзано со критериуми за конвергенција, вклучувајќи и фискален критериум кој предвидуваше дека земјите не смеат да имаат прекумерен дефицит, како дефиниција во Договорот. **Второ**, земјите -

членки се согласија за воспоставување на ПСР, со цел да се помогне во имплементирањето на обврската за избегнување прекумерен дефицит како што е утврдено во Договорот (Stark, 2001). „Превентивната рака” на Пактот наложува земјите да постигнат буџети кои се блиски до биланс или суфицит, со цел да го постават долгот на одржлива патека и да креираат маневарски простор во лоши времиња, кога треба да ја стабилизираат побарувачката.²⁴⁵ „Корективната рака” на Пактот ја презеде формата на процедура за прекумерен дефицит. Ова има за цел да ги охрабри владите брзо да ги коригираат дефицитите кои надминуваат 3% од БДП, преку низа постепени чекори кои вклучуваат построга контрола и неизбежни санкции.

Графикон 5-4. **Фискалните случувања пред воведување на еврото, 1992-1998 година**



Извори: АМЕСО, Економски прогонози на Европската комисија (есен 2006 и пролет 2011) и пресметки на ЕЦБ.
Забелешки: сите бројки се однесуваат на првите 12 земји на еврозоната.¹

Ахиловата пета на Пактот беше слабото спроведување на одредбите (ЕСВ, 2008; Schuknecht, 2005).²⁴⁶ Прво, Комисијата, како институција која ги спроведуваше постапките, мораше да добие поддршка од комесарите пред да преземе какви било процедурални чекори. Така, секогаш постоеше ризик дека Комисијата ќе се обиде да ги ублажи постапките против земјите. Второ, се бараше квалификувано мнозинство во Советот на ECOFIN, со цел да се одобрат дополнителните

процедурални чекори. Земјите кои „грешеа” го задржуваа правото на глас и имаа потреба само од неколку дополнителни земји – потенцијални грешници помеѓу нив – да ги блокираат таквите чекори. Сепак, јавните финансии тргнаа во позитивна насока во

²⁴⁵ Stark, J. (2001), “Genesis of a pact”, in Brunila, A., Buti, M. and Franco, D. (eds.), *The Stability and Growth Pact – the architecture of fiscal policy in EMU*, Palgrave.

²⁴⁶ Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P. and Stark, J. (2011), “The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform”, *CESifo DICE Reports*, No 3/2011, CESifo.

периодот од 1992 година (кога се потпиша Мастриската спогодба) до 1998 година (година пред воведување на еврото), што се карактеризираше со подобрен просечен дефицит кој се намали од скоро 5% од БДП во 1992 година на само 2% во 1998 година (види Графикон 5-4). Сите од основачките членки на Евроната (вклучувајќи ја и Италија која имаше дефицит околу 10% од БДП во раните 1990-ти) постигнаа намалување на нивниот дефицит под 3%. Во втората половина на 1990-тите, нивоата на јавниот долг, исто така, започнаа да се намалуваат. Сепак, иницијалниот успех со фискалната консолидација се должи на желбата на земјите да се приклучат на Евроната.

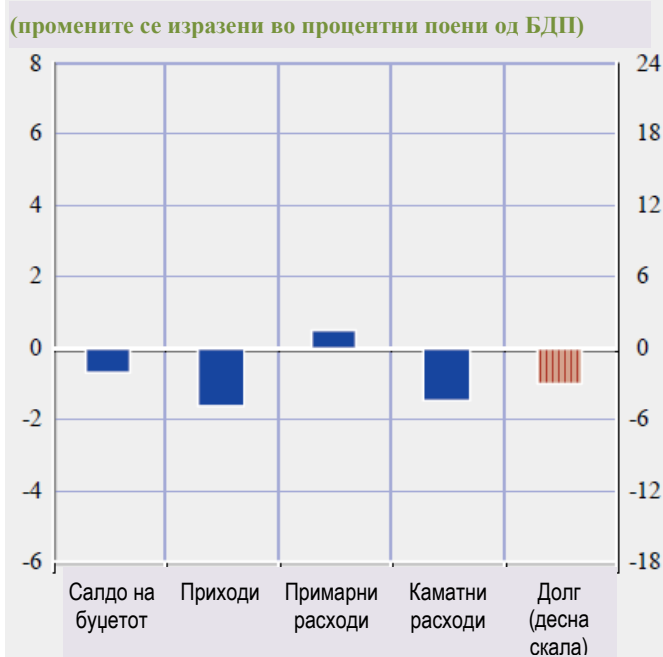
4.1.2.2 Првите девет години на еврото: губење на „добрите времиња“

Првите девет години на еврото – од 1999 година до 2007 година – можат, во ретроспектива, да се карактеризираат веројатно како „потрошени добри времиња“ во текот на кои беа поставени основите за сегашната криза во ЕМУ. Имаше мал понатамошен напредок кон стабилни јавни финансии, додека кредибилитетот на фискалните правила беше компромитиран. Имено, веднаш по воведувањето на еврото, дојде до саботирање на консолидацијата во Евроната. Фискалните политики беа значително релаксирани, посебно за време на благата криза на почетокот на 2000 година, и пониските каматни стапки постигнати благодарение на ЕМУ беа искористени за зголемување на потрошувачката и намалување на даноците (ЕСВ, 2004; Hauptmeier, 2011).

Откако достигна циклично ниско ниво од 1% од БДП во 2000 година, просечниот дефицит на Евроната започна повторно да се влошува, достигнувајќи околу 3% во 2003 година (види Графикон 6-4). Неколку земји (вклучувајќи ги не само Грција, Португалија и Италија, туку и Франција и Германија) го прекршија прагот за дефицит од 3% од БДП. Ова е спротивно на заложбата на Италија, направена пред воведувањето на еврото, дека ќе оствари значајни буџетски суфицити. Просечниот јавен долг, исто така, започнал да расте. Кога дојде време да се имплементира ПСР на rigorозен начин, првиот тест беше неуспешен.

Соочени со потребата за целосно применување на одредбите од корективната рака на Пактот, во есента 2003 година, Франција и Германија, меѓу другото, ги блокираа нивните строги имплементации со колудирање (конспирација), со цел да ги одбијат препораките на Комисијата за да продолжат понатаму во насока на санкциите

Графикон 6-4. Фискалните случувања во периодот 1998 – 2004 година



Извори: АМЕСО, Економски прогнози на Европската комисија (есен 2006 и пролет 2011) и пресметки на ЕЦБ.
Забелешки: сите бројки се однесуваат на првите 12 земји на еврозоната.¹

под процедурата за прекумерен дефицит.

Комисијата, поддржана од владите и академичите, одговори со предлагање реформа на Пактот за стабилност и раст (Fischer et al., 2006). Ова имаше за цел да ја зголеми контролата на земјите врз процесот, со тоа што требаше да ги дефинираат нивните специфични среднорочни цели за фискални биланси.

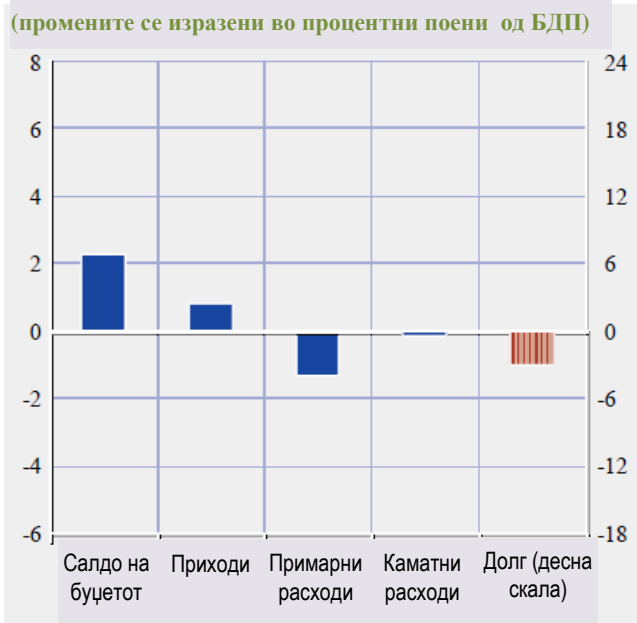
Меѓутоа, спротивно на ова, реформата, која беше договорена во почетокот на 2005 година, воведо поголема дискреција, помилување, толеранција и

политичка контрола во процедурите. Строгоста на лимитот од 3% и временската рамка за корекција на прекумерните дефицити беа релаксирани, додека процедуралните рокови беа продолжени. Поголемата комплексност на правилата го отежна мониторингот од страна на пазарите и јавноста. Ништо не се направи за да се подобрат стимулациите за строго имплементирање од страна на Комисијата и ефективно спроведување во Советот на ЕКОФИН (Morris et al., 2006; Calmfors, 2005). За време на преговорите во врска со реформите на Пактот, ЕЦБ укажуваше на ризиците предизвикани од разводнување на институционалната рамка, а во март 2005 година изрази сериозна загриженост во врска со исходот (ЕЦБ, 2005).

Спроведувањето на ревидираниот Пакт беше благо. Значајни проширувања беа веднаш забележани во врска со роковите на процедурата за прекумерен дефицит и ограничените напори за прилагодување кои се бараа. Во случајот на Грција, процедурата за прекумерен дефицит беше укината во 2007 година на основа на предлог на Комисијата и покрај значајната загриженост на ЕЦБ, што се изразуваше во неколку наврати, во врска со веродостојноста на податоците и политичките заложби – грижи што се покажаа како оправдани во 2009 година, кога масовните статистички грешки

станаа очигледни.²⁴⁷ Опсегот на построг надзор и зголемен притисок, исто така, не беа употребени на корисен начин. Сепак, обновен напредок беше забележан во фискалните биланси во периодот до 2007 година (види графикон 7-4). Просечниот дефицит на Еврозоната се намали до 1% од БДП. Но, ова подобрување беше скромно во циклично прилагодени услови. Неколку земји преземаа значајни консолидации и покрај поволните економски случувања. Силниот раст и значителните приходи, што настанаа како последица на невидениот бум на пазарот на недвижности, помогнаа во прикривањето на експанзивните политики на трошење на голем број земји (Hauptmeier et al., 2011).

Графикон 7-4. Фискалните случувања во периодот 2004 – 2007 година



Извори: АМЕСО, Економски прогонози на Европската комисија (есен 2006 и пролет 2011) и пресметки на ЕЦБ.
Забелешки: сите бројки се однесуваат на првите 12 земји на еврозоната.¹

Според податоците кои беа на располагање во тоа време, сите земји -членки се чини ги донесоа нивните дефицити под 3%, иако Франција, Италија и Португалија останаа многу блиску до ограничувањето од 3% во 2007 година. Податоците за дефицитот на Португалија и особено Грција беа подоцна ревидирани на повеќе од 3% од БДП. Просечниот јавен долг во Еврозоната се намали само маргинално во првите девет години на еврото, останувајќи на 66%

од БДП во 2007 година. Покрај тоа, во поволната финансиска средина пред 2007 година, пазарната контрола на – и диференцијацијата помеѓу – суверениот долг на земјите во Еврозоната беше минимална, така што најлошо раководените земји платија само неколку базични поени повеќе од најдобро раководените земји. Така, Еврозоната

²⁴⁷ Рано повикување на вакви проблеми може да се пронајде во поглавјето посветено на Грција во Извештајот за конвергенција на ЕЦБ во 2000 година.

како целина и нејзините индивидуални земји - членки, очигледно беа лошо подготвени кога финансиската криза избувна летото во 2007 година.

4.1.2.3 Кризата и координираните мерки за нејзино надминување во ЕМУ

Графикон 8-4. **Фискалните случувања за време на кризата од 2007 – 2010 година**



Извори: АМЕСО, Економски прогнози на Европската комисија (есен 2006 и пролет 2011) и пресметки на ЕЦБ.
Забелешки: сите бројки се однесуваат на првите 12 земји на еврозоната.¹

Во одговор на финансиската и економска криза, **владите усвоија низа мерки, особено со цел да се стабилизира финансискиот сектор и да се поддржи целокупната економска активност** (van Riet (ed.), 2010).²⁴⁸

Во Европската унија, поддршката за економијата беше генерално координирана во рамките на Европскиот план за економско закрепнување (ЕПЕЗ), односно **“European Economic Recovery Plan (EERP)”** донесен од страна на Европската комисија. Ова предвидуваше координирани краткорочни буџетски стимулси со

цел да се зајакне побарувачката за околу 1,5% од БДП. Овие стимулси ги надополнија ефектите на автоматските фискални стабилизатори, кои беа генерално оставени слободно да функционираат. Дополнителни експлицитни и непредвидливи државни обврски произлегоа од поддршката на финансискиот сектор и редуцијата на систематските ризици. **Некои од најважните мерки беа капитални инјекции на слабите банки и обезбедување на владини гаранции за депонентите и банките кои издаваа обврзници.**

Како последица на сиромашната почетна позиција, длабоката економска криза, фискалната експанзија и поддршката на финансискиот сектор, **јавните**

²⁴⁸ Van Riet, A. (ed.) (2010), “Euro Area Fiscal Policies and the Crisis”, *Occasional Paper Series*, No 109, European Central Bank, April.

финансии се влошија значително во Еврозоната (види Графикон 8-4.). Просечниот дефицит се зголеми за повеќе од 5 процентни поени, достигнувајќи 6% од БДП во 2010 година, како последица на неуспехот на јавните трошоци да се прилагодат на промените во нивото и динамиката на производството и јавните приходи. Рекордниот дефицит на Ирска од 32,4% (кој ја вклучуваше еднократната поддршка за банкарскиот сектор) ги смали следните три најголеми дефицити, кои изнесуваа околу 10% од БДП. Просечниот јавен долг во Еврозоната достигна 85% од БДП, скоро 20 процентни поени над нивото пред кризата. Пет земји имаа показатели на долг кои се приближуваа или надминуваа 100%. Во случајот на Грција, погрешните податоци за државните финансии предизвикаа влошување на проблемите и зголемување на грижите за стабилноста на Еврозоната и ЕУ. Помеѓу есента 2009 година и пролетта 2011 година, пристапот до ликвидност на финансиските пазари пресуши најпрвин за Грција, а потоа и за Ирска и Португалија (Rother et al., 2011).²⁴⁹

Овие земји беа принудени да побараат финансиска поддршка. Со цел да се воспостави институционална рамка за ваквите операции, Европскиот фонд за финансиска стабилност (ЕФФС) односно “**European Financial Stability Facility (EFST)**” беше воспоставен на 9 мај 2010 година како привремен спасувачки механизам со основна задача да обезбедува итна финансиска помош на земјите кои ѝ припаѓаат на Еврозоната до 2013 година. ЕФФС е со седиште во Луксембург ѝ служи како независна финансиска институција која стекнува ресурси преку издавање на обврзници или други должнички инструменти на пазарите на капитал за кои гарантираат државите од Еврозоната со договорен механизам.

Потоа, се претпоставува неговата улога да ја замени Механизмот за европска стабилност (МЕС) односно “**European Stability Mechanism (ESM)**” кој стапи во сила на 8 октомври 2012 година. МЕС беше создаден со регулатива на Советот бр. 407/2010 од 11 мај 2010 година, како постојан механизам за финансиска помош и реакција на продлабочувањето на должничката криза во Еврозоната со договор меѓу сите земји-членки на ЕУ и претставува важна компонентна на сеопфатната стратегија на ЕМУ дизајнирана со цел зачувување на финансиската стабилност во Еврозоната. МЕС ја овластува Европската комисија да мобилизира финансиски ресурси преку издавање на обврзници што се гарантирани со буџетот на ЕУ до 600 милијарди евра. ММФ одлучи

²⁴⁹ Rother, P., Schuknecht, L. and Stark, J. (2011), *More Gain than Pain – Consolidating the Public Finances*, Politeia, May.

да ги збогати овие механизми со потенцијална финансиска поддршка за земјите во Еврозоната до 250 милијарди евра.²⁵⁰

Од аспект на координацијата на политиките, овие случувања во рамките на ЕПЕЗ (EERP) се покажаа како проблематични. Договореното зголемување на дефицитот над референтната вредност претставува де факто суспензија на барањата утврдени во ПСР. Освен ова, стимулативните програми генерално не обезбедија веродостојни стратегии за излез, што ги зголемија сомнежите за тоа како и кога здравите јавни финансии ќе се повратат и ќе се надмине должничката криза. Каква е состојбата на должничката криза денес и кои се најновите предлози за надминување на кризата, ќе се осврнеме кон крајот на оваа глава, преку анализа на сегашните политики, ефективноста на воспоставените механизми и потребните мерки за успешна фискална и монетарна координација.

4.1.2.4 Потребата од координација на фискалните политики во рамките на ЕМУ

Европската монетарна унија (ЕМУ) е уникатна: таа е валутна област на суверени земји кои задржуваат голем степен на фискална автономија и единствен монетарен авторитет кој управува со монетарната политика на целата Еврозона. Потребата од координација на одделните фискални политики во Монетарната унија произлегува од препознавањето дека буџетските политики на индивидуалните земји-членки може да имаат значително влијание не само врз сопствената економија, туку и врз стабилноста на Еврозоната во целина.²⁵¹

Според теоретскиот пристап, експанзивната фискална политика во една земја има влијание врз економиите на другите земји-членки преку **три основни канали за пренос**, како што може да се прикаже во Моделот на Мандел-Флеминг за повеќе земји, со фиксен девизен курс помеѓу земјите и перфектна мобилност на капиталот. Тие трансмисиони канали се следните:

²⁵⁰ За подетални информации види <http://www.esm.europa.eu/index.htm>.

²⁵¹ Anne Brunila (2002): "Fiscal policy: Co-ordination, Discipline and Stabilisation", Bank of Finland, Paper prepared for the meeting of the Group of Economic Analysis of the European Commission, 16 April 2002.

- **Позитивни ефекти на прелевање преку трговија:**

Фискалната експанзија ги стимулира домашните активности, поставувајќи притисок за ап्रेसијација на девизниот курс и пораст на каматните стапки. Во валутна унија, девизниот курс помеѓу земјите е фиксен и нивото на каматни стапки е детерминирано на ниво на унијата. Оттука, домашните пари во циркулација се зголемуваат, предизвикувајќи дополнително зголемување на домашниот аутпут. Порастот на домашниот аутпут доведува до пораст на увозот, а со тоа и до зголемување на приходите на трговските партнери.

- **Негативни ефекти на прелевање преку каматните стапки:**

Иницијалниот пораст на домашните каматни стапки како последица на фискалната експанзија ги привлекува капиталните приливи од другите земји во домашната економија и на тој начин остварува нагорен притисок насекаде во Еврозоната врз каматните стапки на земјите-членки. Конечната рамнотежа на каматните стапки на унијата може да биде на повисоко ниво, отколку пред настанувањето на шокот. Овој канал на каматни стапки може да има спротивен ефект на странскиот и домашен аутпут.

- **Ефекти на прелевање преку реалниот девизен курс:**

Еврот флукутира во однос на остатокот од светот. Ако фискалната експанзија во голема земја-членка предизвика апресијација на реалниот девизен курс на еврото, како што предвидува Мандел-Флеминговиот модел, експанзивните ефекти ќе бидат задушени како последица на влошувањето на трговскиот биланс.

Занемарувањето на овие ефекти на прелевање може да доведе до неефикасни политички резултати, а со тоа, и потреба за координација на фискалните политики. Теоретски, ефектите за прелевање на буџетските експанзии можат да бидат двосмислени, бидејќи зависат во голема мера од големината на директните трговски ефекти, влијанието врз заедничките каматни стапки и девизниот курс. Иако емпириските докази за големината на прелевање се слаби, негативното влијание на значителната фискална лабавост на дел од поединечните земји, пренесено преку

заедничките каматни стапки и девизниот курс, може да биде значително врз другите земји-учеснички во монетарната унија. Одрзувајќи ги овие основи, причината за координација на политиките во монетарната унија е повторно нагласена во **Луксембуршката резолуцијата за координација на економската политика** во декември 1997 година на следниот начин:

- Со оглед на фактот дека националните економски случувања имаат влијание врз инфлаторните изгледи во Евророната, тие ќе влијаат врз монетарните услови во таа област. Тоа е основната причина поради која приближувањето кон единствена валута ќе бара поблизок надзор од Заедницата и координација на економските политики.

Во областа на координација на политиките, Резолуцијата, исто така го нагласува **принципот на супсидијарност** на Договорот:

- Подобрената координација на политиките мора да се придржува до принципот на супсидијарност на Договорот и да ги почитува прерогативите на националните влади во одредувањето на нивните структурни и буџетски политики, кои се предмет на одредбите на Договорот и ПСР.

Во економската теорија, координацијата на политиките вообичаено се сфаќа како заедничко прилагодување на политичките параметри (Bryant, 1995). **Фискалната рамка на ЕМУ** се потпира врз имплицитна координација на политиките која подразбира ограничување на националните политики преку правила и процедури, наместо експлицитна координација на дискреционите мерки на политика во форма на заедничко донесување одлуки. Наднационалните фискални правила, како што се ПСР, се сметаат за ефикасни во превенција на политички нарушувања (пристрасност кон дефицит, морален hazard, „слободен јавач“), што може да доведе до негативни прелевања на финансиските пазари и поткопување на кредибилитетот на заедничката монетарна политика (види Buiters, Corsetti and Roubini 1993, Beetsmand Uhlig, 1999). Наднационалните правила може на тој начин да функционираат како обврзувачка технологија во Монетарната унија.

Фискалните ограничувања на ПСР беа прекршени во последните неколку години. Неформалната координација преку “peer pressure” или препораки за економската политика од страна на Комисијата на ниво на ЕУ се покажа како

недоволна во спречувањето на нездравите политики и коригирањето на грешните земји. Така, без вистински фискални правила, некои земји сè уште имаат тенденција да им возвратат на економските кризи со непланирани монетарни и фискални мерки. Напуштањето на ПСР, далеку од вградени соодветни правила, придонесува фискалната консолидација во ЕМУ да биде високодискрециона и непредвидлива. Во рамките на ова неизвесно институционално сценарио, ќе започнат да се одвиваат игри на некооперативни политики со очекувани неефикасни политички резултати: поголема варијабилност на аутпутот и инфлацијата, повисоки каматни стапки и понизок кредибилитет на политичките актери и поставувачите на институционалната политика.²⁵²

4.2 Координација на монетарната политика и националните фискални политики

4.2.1 Основен модел за интеракција помеѓу монетарната политика и фискалните политики во ЕМУ

Со цел подобро да се разбере координацијата на политиките во ЕМУ, голем број автори развија значајни економетриски модели, најчесто вклучувајќи две земји во кои ги објаснуваат различните аспекти на координацијата, како тоа се одвива на краток и долг рок и зошто е неопходно навремено и ефикасно координирање на политиките од теоретски и практичен аспект. Jürgen von Hagen and Susanne Mundschenk создадоа макроекономски модел на монетарната и фискалната политика во ЕМУ, со цел да ги анализираат импликациите на заедничката валута врз координацијата на монетарната политика и националните фискални политики. Тие покажаа дека на долг рок постои мала потреба од координација на политиките, за разлика од краток рок, каде што координацијата е повеќе од потребна.²⁵³ Во нивниот модел сите променливи, освен каматните стапки и инфлацијата, се дефинирани во логови.

Монетарната унија се состои од две земји со еднаква големина кои споделуваат заедничка валута. Овие две земји произведуваат аутпут на разменливи добра, Y_i , $i = 1, 2$, што е несовершена замена за потрошувачката. Агрегатната побарувачка на ниво на монетарната унија зависи од реалната каматна стапка, $i - \pi_e$, вкупниот примарен

²⁵² Pedro Schwartz and Juan Castañeda (2008): "Monetary and fiscal policies under EMU: do we need more coordination in times of economic distress?", Report for the Committee on Economic and Monetary Affairs (European Parliament), preparatory to the "Monetary Dialogue with the ECB", 13th June, 2008, p.4

²⁵³ Jürgen von Hagen and Susanne Mundschenk (2002): "Fiscal and monetary policy coordination in EMU", Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December.

буџетски дефицит кој се мери во однос на БДП, G , и егзоген шок на страната на побарувачката. Имено, примарниот буџетски дефицит се пресметува на национално ниво, G_i , како национален политички инструмент. Побарувачката за пари зависи од нивото на цени на ниво на монетарна унија, P , аутпутот на монетарната унија, Y , каматните стапки ширум унијата и шок на страната на побарувачката на пари, u . Понудата на аутпут во секоја земја се определува врз основа на Лукасовата краткорочната крива на аутпут, каде што понудата одговара позитивно на непредвидените промени во цената на националниот аутпут. z_{1t} и z_{2t} се шокови на страната на понудата кои се специфични за секоја земја во монетарната унија. Сите шокови имаат очекувана вредност 0, конечна варијанса и независност во текот на времето, како и рационални очекувања. Со цел поедноставување на моделот, се претпоставува дека двете земји се симетрични во поглед на еластичноста на побарувачката и понудата.

$$M_t - P_t = Y_t - \frac{1}{\gamma} i_t + u_t \quad (1)$$

$$Y_t = \alpha_0 - \alpha_1 (i_t - P_{t+1}^e + P_t) + \alpha_2 G_t + v_t \quad (2)$$

$$Y_{1t} = \beta_0 + \beta_1 (P_{1t} - P_{1t}^e) + z_{1t} \quad (3a)$$

$$Y_{2t} = \beta_0 + \beta_1 (P_{2t} - P_{2t}^e) + z_{2t} \quad (3b)$$

Во овој модел, M е номиналната понуда на пари во унијата во определен временски момент t и претставува политички инструмент на централната банка. $P_t = \frac{1}{2} (P_{1t} + P_{2t})$ е агрегатното ниво на цени во монетарната унија. Стапката на инфлација се дефинира како $\pi_t = P_t - P_{t-1}$. P_{t+1}^e е очекуваното ниво на цени во временскиот период $t+1$ со очекувања базирани на расположливи информации на крајот на периодот t и P_{it}^e е очекуваната цена на аутпутот на земјата i која се базира на информации кои се расположливи на крајот на периодот $t-1$. Номиналниот агрегатен аутпут се дефинира како $Y_t + P_t = P_{1t} + Y_{1t} + P_{2t} + Y_{2t}$.

Равенката (1) е **функција на побарувачката на пари во монетарната унија**. Равенката (2) е **функција на агрегатната побарувачка во унијата**. Заедничката каматна стапка и агрегатното ниво на цени и аутпут на монетарната унија се

детерминирани врз основа на рамнотежата на пазарот на пари и комбинираните пазари на аутпут. Со замена на (1) во (2) и сумирање на функциите на понудата (3 а, 3б), се доаѓа доаѓа до **рамнотежните нивоа на цени и аутпут за монетарната унија**, каде што $J = (2\beta_1 + 1)(1 + \alpha_1 \gamma) + \alpha_1(1 + \gamma)$ и $z_t = z_{1t} + z_{2t}$. Тука, горниот индекс „e” укажува на **рационалното очекување**. Од особено значење во моделот е очекуваното рамнотежно ниво на цени.

$$P_t = P_t^e + \frac{1}{J} [\alpha_1 \gamma (M_t - M_t^e) + \alpha_2 (G_t - G_t^e) - \alpha_1 \gamma u_t + v_t - (1 + \alpha_1 \gamma) z_t] \quad (4)$$

$$Y_t = 2\beta_0 + \frac{2\beta_1 + 1}{J} [\alpha_2 (G_t - G_t^e) + \alpha_1 \gamma (M_t - M_t^e) - \alpha_1 \gamma u_t + v_t] + \frac{\alpha_1(1 + \gamma)}{J} z_t \quad (5)$$

$$P_t^e = \frac{1}{(1 + \gamma)} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1 + \gamma} \right)^j (\gamma M_{t+j}^e + \frac{\bar{\alpha}_0}{\alpha_1} + \frac{\alpha_2}{\alpha_1} G_{t+j}^e) = \frac{1}{(1 + \gamma)} (M^\infty + G^\infty + \frac{\bar{\alpha}_0}{\alpha_1} \frac{1}{1 + \gamma}) \quad (6)$$

Согласно на ова, тековното **рамнотежно ниво на цени зависи од низата на сите тековни и идни понуди на пари и фискални импулси**. Значи, стабилноста на цени има потреба овие низи да се конвергираат. Ова обезбедува образложение за нумеричките ограничувања на државните дефицити и долгови во ЕМУ.

Затворајќи го моделот, равенката (7) ја утврдува **релативната побарувачка за производство (аутпут) помеѓу двете земји**. За да се поедностави алгебрата, се претпоставува дека фискалните импулси целосно се намалуваат за домашниот аутпут и дека побарувачката за домашен аутпут е функција на релативната цена на две добра. Еластичноста на релативната цена, α_3 , е едноставна мерка на заменливоста на двете добра.

$$(P_{1t} + Y_{1t} - P_t) - (P_{2t} + Y_{2t} - P_t) = \frac{1}{(1 + \alpha_1 \gamma)} [\alpha_2 (P_{1t} + G_{1t} - P_{2t} - G_{2t}) + \alpha_3 (P_{2t} - P_{1t}) + (v_{1t} - v_{2t})] \quad (7)$$

Со примена на (7), постои можност да се изведат решенијата за рамнотежа на аутпутот и цените во земјата 1,

$$P_{1t} = P_t + k(G_{1t} - G_{2t}) + k[(v_{1t} - v_{2t}) - (1 + \alpha_1 \gamma)(z_{1t} - z_{2t})] \quad (8)$$

$$Y_{1t} = \beta_0 + \beta_1 [P_t - P_t^e + \alpha_2 k (G_{1t} - G_{1t}^e - (G_{2t} - G_{2t}^e))] + k[(v_{1t} - v_{2t}) - (1 + \alpha_1 \gamma)(z_{1t} - z_{2t})] + z_{1t} \quad (9)$$

каде $k = 1 / (1 + \alpha_3 - \alpha_2 + \alpha_1 \gamma)$. Може да се забележи дека k е мал, ако двете производни добра се блиски супститути, односно, α_3 е голем. Решенијата за втората земја се изведуваат на истиот начин.

Овие изведени равенки укажуваат на тоа дека моделот вградува хиерархија која е релевантна за анализата на монетарната и фискалната политика. Поточно, монетарната политика делува на ниво на унијата, каде што каматните стапки и нивото на цени се утврдени. Фокусирајќи се на овие променливи, таа е соочена со агрегатен фискален став, збирот на два фискални импулси. Спротивно на ова, националниот аутпут и цените, се утврдени на национално ниво и специфичните шокови на земјите немаат никакво влијание врз агрегатните променливи. Оттука, носителите на фискалната политика се соочуваат со **две задачи** и тоа: првично да детерминираат политички став кој е соодветен на агрегатно ниво и да изберат политики кои се соодветни на национално ниво. Како што ќе видиме подолу, овие задачи генерално се независни само на долг рок.

4.2.1.1 Монетарната политика и фискалните политики на долг рок

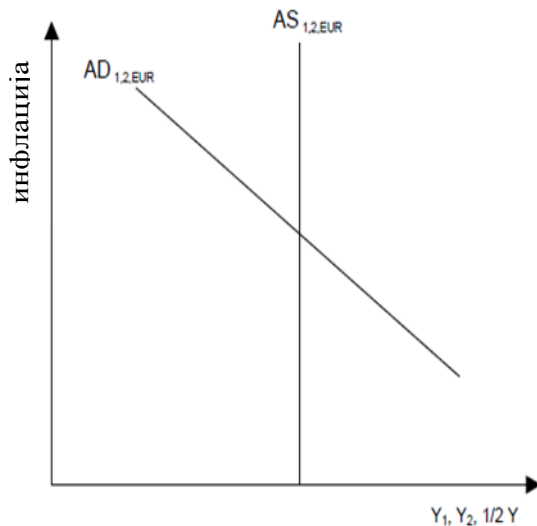
Да претпоставиме долгорочна интеракција помеѓу монетарната и фискалната политика. Поради тоа што нема изненадувања на долг рок, AS кривата е вертикална и на национално и на агрегатно ниво. Графикон 9-4 ја опишува ситуацијата. Заради поедноставување на целите, минатото ниво на цени се зема како однапред дадено и стапката на инфлација се поставува на вертикалната оска. Кривите AS и AD за монетарната унија, помножени со $\frac{1}{2}$ лежат над двете национални криви AD и AS. Важна особина на долгиот рок во нашиот контекст е тоа што централната банка може слободно да ја одбере стапката на инфлација за монетарната унија без притоа да влијае врз нивото на аутпут во ни една земја, ниту на монетарната унија како целина.

Со оглед на изборот на централната банка за стапка на инфлација, промената во државните расходи во една земја влијае врз релативниот аутпут и дистрибуцијата на аутпутот помеѓу приватниот и јавниот сектор, но не и на долгорочното ниво на аутпут. Негативните политики на страната на понудата во една земја, како што се пораст на даноците на доход (distortionary taxes), ја поместуваат националната крива AS навнатре, а со тоа и агрегатната AS - крива на монетарната унија (види Графикон 10-4). Сепак, со оглед на дадените патеки за очекуваните фискални импулси, централната

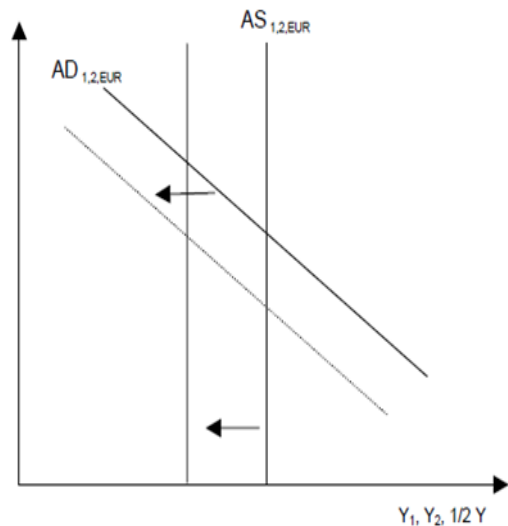
банка ќе може да ја одржи истата стапка на инфлација преку соодветно прилагодување на монетарната политика, без да има долгорочни последици врз аутпутот на друга земја.

Суштината на оваа анализа е дека монетарната политика може да постигне долгорочна ценовна стабилност, без мешање со фискалната политика, како и тоа што националните влади можат да ги изберат државните расходи и даноци во согласност со националните приоритети. Така, надвор од наметнувањето на соодветни долгорочни ограничувања на владините дефицити, не постои потреба за координација на монетарните и фискални политики.

Графикон 9-4.



Графикон 10-4.



Извор: Jürgen von Hagen and Susanne Mundschek (2002): "Fiscal and monetary policy coordination in EMU", Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December, p.6.

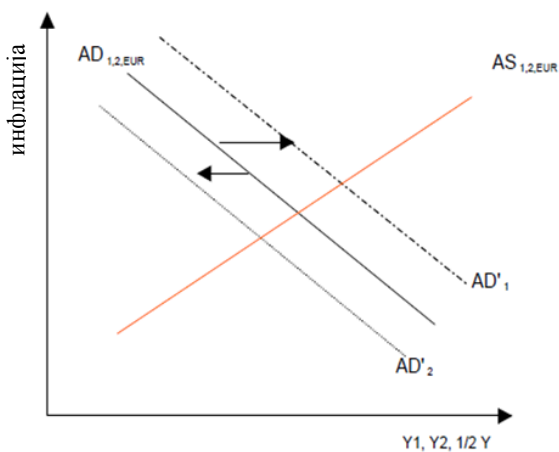
4.2.1.2 Монетарната политика и фискалните политики на краток рок

Да претпоставиме краткорочна верзија на моделот. На краток рок, платите се ригидни и неочекувани промени на цените имаат реален ефект врз аутпутот. AS-кривата е позитивно наклонета. Повторно, централната банка може да ја детерминира рамнотежната стапка на инфлација и оттука нивото на агрегатна побарувачка за монетарната унија. Да претпоставиме дека владата на првата земја посакува да го зголеми аутпутот во својата земја, а оттука и буџетскиот дефицит за таа цел. Ова ја

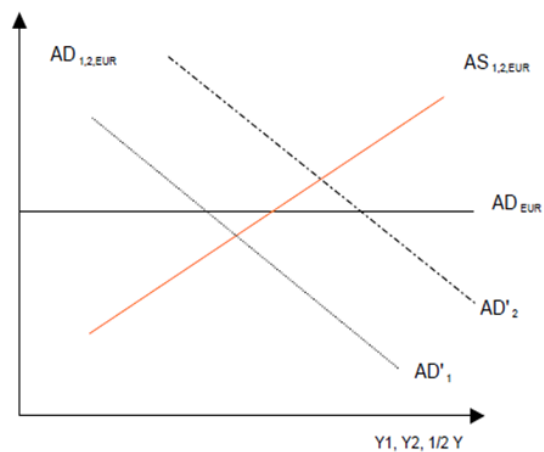
придвижува AD - кривата на оваа земја десно и ја поместува AD - кривата на монетарната унија нанадвор. Со цел на одговори на почетниот инфлаторен притисок, централната банка ја зголемува каматната стапка, поместувајќи ја AD - кривата на унијата назад кон нејзината почетна позиција. Како што каматните стапки растат, националните AD - криви се движат навнатре.

Во новата рамнотежа, агрегатната побарувачка на ниво на монетарната унија е иста како и претходно, но побарувачката и аутпутот се повисоки во првата земја, а пониски во втората земја (види Графикон 11-4). Поентата на примерот е дека краткорочниот модел прикажува конфликт помеѓу монетарните и фискалните политики во монетарната унија. Со оглед на позициите на кривите на понуда, овој конфликт се фокусира на детерминирањето на агрегатната побарувачка во монетарната унија и нејзината дистрибуција помеѓу двете земји.²⁵⁴ Тоа резултира од фактот што стапката на инфлација на монетарната унија е утврдена заедно со нивото на агрегатниот аутпут во рамнотежа.

Графикон 11-4.



Графикон 12-4.



Извор: Jürgen von Hagen and Susanne Mundschek (2002): “Fiscal and monetary policy coordination in EMU”, Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December, p.7.

Постојат два начина за да се обликува овој конфликт. Да претпоставиме, прво, дека централната банка е цврсто решена да се бори против инфлацијата и нема да толерира какво било отстапување на инфлацијата од нејзината таргетирана стапка.

²⁵⁴ За стратешка анализа на овој конфликт види Dixit, A. (2001). “Games of Monetary and Fiscal Interactions in the EMU.” *European Economic Review* 45, 4-6, 589-613.

Бидејќи централната банка ги спречува сите варијации во агрегатната побарувачка на ниво на монетарната унија, AD - кривата станува хоризонтална (види графикон 12-4).

Ова доведува до состојба кога фискалните политики на национално ниво се наоѓаат во чист дистрибутивен конфликт, односно секое зголемување на дефицитот во една земја ја истиснува побарувачката во друга земја. Да претпоставиме дека производството паѓа незначително под таргетираните државни нивоа во иницијалната рамнотежа. Ако двете влади не успеат да го препознаат овој дистрибутивен конфликт, тие ќе ги зголемат државните дефицити во обид да ги остварат нивните производствени цели. Со оглед на тоа што агрегатната побарувачка е контролирана од страна на централната банка, фискалните експанзии доведуваат само до повисоки каматни стапки и евентуално повисоки јавни долгови, но ни една влада не ги реализира нејзините производствени (аутпут) цели. Координацијата на фискалните политики е потребна за да се препознаат екстерналите на фискалната политика и да се избегнат неефикасните големи дефицити.

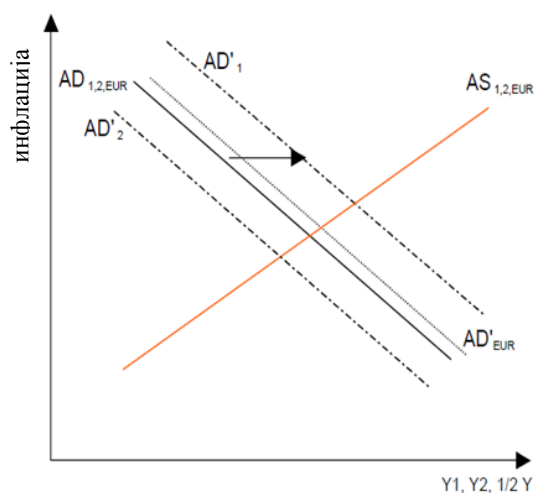
Друг начин да се обликува овој конфликт е да се претпостави дека централната банка е подготвена да толерира отстапувања на инфлацијата од нејзината таргетирана стапка на краток рок, односно, агрегатната AD - крива останува негативно наклонета и може да се придвижи од страна на монетарните и фискалните политики. Во тој случај, фискалните политики во двете земји-членки имаат влијание врз нивото и дистрибуцијата на производството (аутпутот) во монетарната унија, како и врз стапката на инфлација на краток рок.

Согласно на ова, постои потреба од истовремено решавање на два проблеми во исто време, и тоа: утврдување на агрегатната побарувачка и инфлацијата на ниво на монетарната унија и дистрибуција на аутпутот помеѓу двете земји. Во отсуство на политичка координација, владите и централната банка се натпреваруваат во детерминирањето на агрегатната побарувачка во монетарната унија. Ако владите настојуваат да остварат таргети на аутпут кои го надминуваат нивото на агрегатната побарувачка што сака да го постигне централната банка, тие ќе ги зголемат јавните дефицити. Во очекување на ова, централната банка ќе ја затегне монетарната политика многу повеќе отколку во нормални услови. Резултатот е неефикасна комбинација на затегната монетарната политика и олабавени фискални услови. Кооперативните политики би можеле да постигнат подобар политички микс со пониски каматни стапки и помали дефицити.

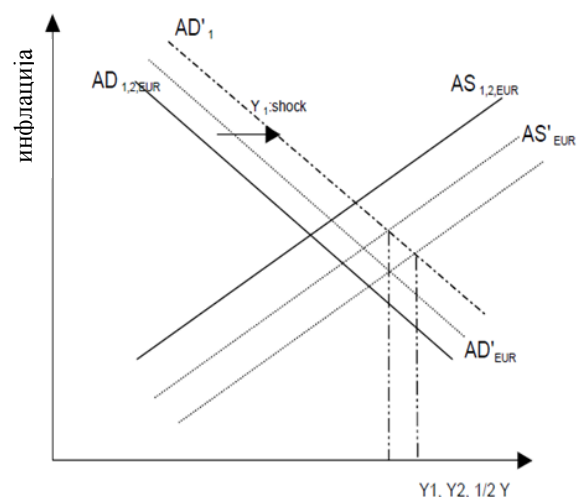
Постои можност да се прошири овој аргумент до случај на егзоген шок на агрегатната побарувачка во монетарната унија, како што е промена во светската побарувачка за произведени добра на монетарната унија. Повторно, централната банка ја користи монетарната политика за да ги спречи инфлаторните ефекти на таквите шокови и на тој начин да го одреди нивото на агрегатна побарувачка во монетарната унија. Да претпоставиме ново сценарио во кое само првата земја е погодена од егзоген шок на страната на побарувачката (графикон 12-4).

Под влијание на овој шок, AD - кривата на оваа земја се поместува нанадвор, а со тоа и AD - кривата на монетарната унија се движи во ист правец. Соочени со растечка стапка на инфлација, централната банка одговара со затегнување на монетарните услови и придвижување на агрегатната AD - крива назад кон првобитната положба. Претпоставувајќи дека централната банка ќе биде подготвена да толерира некоја екстра инфлација, агрегатната AD - крива ќе лежи нешто над иницијалната положба. AD - кривата на првата земја ќе биде на нејзината десна страна, додека AD - кривата на втората земја ќе биде на нејзината лева страна (види Графикон 13-4).

Графикон 12-4.



Графикон 13-4.



Извор: Jürgen von Hagen and Susanne Mundschek (2002): "Fiscal and monetary policy coordination in EMU", Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December, p.8.

Монетарната политика ги определува агрегатниот ефект на шокот и неговата дистрибуција помеѓу двете земји. Очигледно, владите можат да се обидат да ги користат фискалните политики за да ги променат агрегатните и дистрибутивните

резултати, односно, може да настане дополнително поместување на кривите, пред монетарната унија да се постави на нова рамнотежа. Екстремна верзија на ова ќе биде ако фискалната политика во првата земја целосно го апсорбира шокот. Но, тоа е далеку од јасно дека владите би се согласиле да го направат ова и би ги изложиле јавните политики на ризикот од егзогени шокови. Генерално, доаѓаме до заклучок дека конфликтот помеѓу монетарната политика и фискалните политики не може да се избегне на краток рок.

4.2.1.3 Автоматските стабилизатори во ЕМУ

Во ЕМУ, често беа застапени тврдењата дека прашањето за координацијата на политиките може да се реши со ограничување на фискалната политика на нејзината централна функција, операцијата на автоматските стабилизатори. Според ова гледиште, фискалните власти треба да се воздржат од дискрециони акции и да прифатат „сигурна рака“ во имплементирањето на фискалните политики. Целосна примена на автоматските стабилизатори ќе овозможи заобиколување на стратемиската интеракција помеѓу фискалните политики и монетарната политика во ЕМУ. Меѓутоа, согласно истражувањата и заклучоците на голем број автори, се покажува дека ова гледиште има многу малку заслуги.

Едноставен и недвосмислен начин да се моделираат автоматските стабилизатори е да се претпостави дека фискалниот импулс е функција на реалниот аутпут. Ова ги вградува идеите за автоматизам на фискалната политика и неможноста на носителите на политиките да ги идентификуваат шоковите на страната на понудата и побарувачката во моментот на нивното појавување, а оттука и неможноста да се имплементираат оптималните фискални политики. Секоја влада користи автоматски стабилизатори во форма $g_{1t} = -\lambda_1 y_{1t}$, $g_{2t} = -\lambda_2 y_{2t}$. Во овој случај, политичкиот проблем на ниво на монетарната унија се сведува на оптимален избор на монетарната политика согласно дадените автоматски стабилизатори.

Оптималната монетарна политика се пресметува на следниот начин:

$$\rho_2 m_t = \rho_1 (\lambda_2 - \lambda_1) y_{2t} + \frac{\tau - 2q\theta + \rho_1 \lambda_1 (2\tau + \theta)(1 + 2q)}{1 + 4q} z_t - \xi_t \quad (10)$$

Прва и важна импликација на автоматските стабилизатори е дека оптималната монетарна политика е функција на аутпутот, а оттука и на шоковите на национално

ниво, освен ако двете земји селектираат идентични автоматски стабилизатори. Повторно заради поедноставување, се допушта $q=0$, односно централната банка е цврсто решена да се бори против инфлацијата. Со оглед на тоа дека $q=0$ и оттука ценовната стабилност, монетарната политика сè уште влијае врз агрегатниот аутпут и агрегатниот аутпут е под влијание на специфичните шокови на земјите.

Ова никогаш не се појавува во случај на оптимални дискрециони политики. Првата импликација на ова е дека ограничувањето на фискалната политика да ги користи само автоматските стабилизатори може да го дестабилизира аутпутот на ниво на унијата. Ова е точно, и покрај тоа што нема недоразбирања помеѓу владите во поглед на соодветното ниво на аутпут што треба да се таргетира. Во случај да се вметне оптимално монетарно политичко правило во решенијата за рамнотежа на аутпутот на национално ниво, тогаш рамнотежните решенија за двата национални аутпути ќе бидат.²⁵⁵

$$[2 + (\rho_0 + k)\alpha_2\lambda_1] = (k\lambda_2 - \rho_0\lambda_1) \alpha_2 y_{2t} + k(v_1 - v_2) + \phi z_t + [(1 + \alpha_1 \gamma)k - 1]2z_{2t}$$

$$[2 + \alpha_2 (\lambda_2 k + \rho_0 \lambda_1)] = -\alpha_2 (\rho_0 - k)\lambda_1 y_{1t} - k(v_1 - v_{++2}) - \phi z_t + [(1 + \alpha_1 \gamma)k - 1]2z_{2t}$$

$$\text{Со } \phi = \frac{\tau - 2q\theta + \rho_1\lambda_1(2\tau + \theta)(1 + 2q)}{1 + 4q} - (\rho_0 - k)(1 + \alpha_1\gamma).$$

Јасно е дека изборот на оптимални автоматски стабилизатори во двете земји остануваат целосно меѓусебно зависни. Дури и кога фискалните власти се заинтересирани само за стабилизирање на домашниот аутпут, тие нема да се одлучат за целосно исклучување на стабилизаторите ($\alpha_i = \infty$), бидејќи стабилизаторите исто така влијаат на преносот на шокови во сите земји и на влијанието на монетарните импулси на домашната економија. Може да се забележи преку равенката (10), дека земјата 2 има мотив да ја одбере вредноста на $\alpha_2 > \alpha_1$, бидејќи на тој начин предизвикува монетарната политика да придонесе во стабилизирањето на домашниот аутпут. Со оглед на фактот дека земјата 1 има сличен мотив, двете земји до одреден степен се натпреваруваат за агресивноста на автоматските стабилизатори како последица на реакцијата на монетарната политика. Општо земено, анализата покажува дека фокусот

²⁵⁵ За подетална анализа на моделот види Jüppen von Hagen and Susanne Mundschenk (2002): “Fiscal and monetary policy coordination in EMU”, Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December.

на автоматските стабилизатори го поместува проблемот на политичка координација на друго ниво, без притоа да придонесе за негово елиминирање.

4.2.1.4 Координација на фискалните политики

Основната цел на политичката координација е да се создаде заеднички фискален став помеѓу владите на земјите-членки. Формално, ова е постигнато преку минимизирање на функцијата на заедничка загуба (a joint loss function) за двете земји-членки.

$$L^{FA} = \sum_t L_t^{FA} \quad (11)$$

Со минимизирање на (11) и функцијата на загуба на централната банка во однос на инструментите-променливите g_1 , g_2 и m , се добива следната стратегија за координирани агрегатни фискални политики:

$$[\alpha_2^2 \rho_0^2 + f](g_{1t} + g_{2t}) = -\alpha_2 \rho_0 (\rho_2 m_t + \xi_t) + [(1 + \alpha_1 \gamma)(\rho_0^2 + k^2) - \rho_0] \alpha_2 z_t \quad (12)$$

Решавањето на монетарните и фискалните променливи доведува до рамнотежните политики на ниво на монетарната унија:

$$\frac{f}{\rho_0^2 \alpha_2^2 + f} \rho_2 m_t = -\frac{f}{\rho_0^2 \alpha_2^2 + f} \xi_t - \left(\frac{2q\theta - \tau}{(1+4q)} + \frac{\alpha_2 \rho_0 [(1 + \alpha_1 \gamma) \alpha_2 (\rho_0^2 + k^2) - \alpha_2 \rho_0]}{\rho_0^2 \alpha_2^2 + f} \right) z_t \quad (13)$$

$$f(g_{1t} + g_{2t}) = \left[\alpha_2 \rho_0 \frac{2q\theta - \tau}{(1+4q)} + [(1 + \alpha_1 \gamma) \alpha_2 (\rho_0^2 + k^2) - \alpha_2 \rho_0] \right] z_t \quad (14)$$

Со компарација на коефициентите на фискалната и монетарната политика на ниво на монетарната унија, согледуваме дека координацијата на фискалната политика ја намалува реакцијата на оптималната монетарна политика на агрегатните шокови на страната на понудата, ако претпоставиме дека f е мал и дека следните две релации важат: $2\alpha_2 < 2 + \alpha_1 (1 + 3\gamma)$ и $2\alpha_3 < \alpha_2 + \alpha_1 (1 + \gamma)$. За поголеми вредности на f , ефектот станува двосмислен. Координираните фискални политики водат до поголема реакција на агрегатните шокови на страната на понудата отколку некоординираните фискални политики, ако

$$\left(\frac{2q(\theta + 2\tau)}{1 + 4q} - 1\right)\left(\frac{k - \rho_0}{2}\right) < (1 + \alpha_1 \gamma k^2)$$

Треба да се забележи дека $k - \rho > 0$, освен ако заменливоста на две произведени добра е премногу голема. Во овој случај, координираните фискални политики се позначајни активисти отколку некоординираните фискални политики, ако централната банка е цврсто решена да се бори против инфлацијата ($q = 0$). Со оглед на тоа дека $\rho_0 < 1$ под веродостојни претпоставки за параметрите, координираните фискални политики секогаш се поактивни кога двете произведени добра се блиски супститути ($k \approx 0$).

4.2.2. Методи и принципи на координација на политиките

Пред формирањето на ЕМУ, координацијата на политиките во ЕУ се потпираше на двата главни методи: усогласување на политиките врз основа на општи правила на однесување и делегација на институциите на заедницата (Jacquet and Pisani-Ferry, 2000). ЕМУ го прошири опсегот на координација под двата методи. Спроведувањето на заедничка монетарна политика од страна на Евросистемот е пример за делегација. **Фискалните ограничувања на Процедурата за прекумерен дефицит и Пактот за стабилност и раст се примери за координација заснована на правила во ЕМУ.** Меѓутоа, во прилог на овие традиционални методи, Мастришкиот процес и развојот на Унијата во текот на 1990-тите, исто така, вовеле **нови форми на координација кои беа засновани на дијалог, размена на информации, “peer pressure”²⁵⁶ и убедување.**

Потпирањето на „меко“ спроведување на законот, односно пер - притисок и убедување, укажува на тоа дека земјите - членки не беа подготвени да се откажат од дополнителен суверенитет над нивните економски политики. Обемот на политиките кои се покриени од страна на постоечките процеси на координација се движат од буџетски политики, политики на пазарот на труд, па до регулаторни политики на национално ниво.

Координацијата на политиките може да има тесна и широка агенда. Со тесната агенда, координацијата е ограничена на мониторинг и следење на националните економски политики на земјите - членки и предизвикувачките практики,

²⁵⁶ “Peer pressure” (притисок на социјална група или заедница) – претставува влијание што го вршат “peer” групата, набљудувачите или поединците, со цел да ги охрабрат другите да го променат нивното однесување, вредности или ставови за да се приспособат на нормите на групата, во случајот ЕМУ - унијата или ЕУ- заедницата.

со кои се очекува да се влоши квалитетот на макроекономските перформанси на ЕМУ, на пример во однос на ценовната стабилност. **Процедурата за прекумерен дефицит (ППД) е пример за координација во рамките на таква тесна агенда.** Координацијата во рамките на тесната агенда им остава простор и слобода на земјите - членки самостојно да ги одредат нивните политички цели, инструменти и методи на имплементација. **Во рамките на пошироката агенда, координацијата на политиките оди подалеку од тоа и развива експлицитна рамка за кооперативни политики.**

Ова подразбира договор во поглед на заедничките политички цели и методи за остварување на поставените цели. Координацијата на политиките во ЕМУ денес, одделно од единствената монетарна политика и администрацијата на единствениот пазар, продолжува да се одвива во рамките на тесната агенда, со „безусловна” природа во смисла на тоа дека земјите - учеснички (и ЕЦБ, каде што е применливо) се информираат едни со други за нивните намери во согласност со дадените очекувања за идните економски услови. Што ќе се случи, ако овие очекувања не успеат да се остварат, сепак, не е дел од различни процедури. Ова ограничување е посебно важно во контекст на координацијата на монетарната и фискалната политика во ЕМУ, каде што клучните стратешки прашања вклучуваат краток рок и развој на транспарентни правила за реакции на шокови, кои можат во голема мера да помогнат во насочувањето на очекувањата на приватниот сектор.

4.2.3. Учесници во координацијата

Според член 99 од Договорот на Европската унија (ДЕУ), земјите - членки ги координираат нивните економски политики на ниво на Европската унија со рамките на Советот на министри со учество на сите 17 земји - членки и задолжително присуство на Европската комисија и ЕЦБ. Советот за економски и финансиски прашања (ЕКОФИН) е релевантен за дискусии и одлуки во врска со државните дефицити, јавните расходи и даноците, додека Советот за вработување и социјални работи се занимава со вработување и социјална политика. Во процедурите на координација воспоставени од страна на Договорот, Советот донесува насоки и препораки за економската политика врз основа на 16-те мнозинство гласови на предлог на Комисијата. Покрај тоа, постојат домашни министерски комитети под Советот кои ја подготвуваат неговата работа.

Со цел да им излезе во пресрет на специфичните барања на координацијата помеѓу учесниците на Еврозоната, Европскиот совет во 1997 година во Луксембург ја основаше **Еврогрупата** (исто така позната како 12 Еврогрупа) на министрите за финансии на земјите-членки на ЕМУ. Бидејќи Еврогрупата нема формален орган за донесување одлуки, неговата улога е ограничена на оценување на економската ситуација и дискутирање за главните политички прашања на Еврозоната. Со групата претседава министерот на земјата-членка на ЕМУ која е задолжена за претседавање во ЕУ, додека во периоди кога претседателството е во рацете на земја која не е членка на ЕМУ, од страна на министерот на следната земја-членка на ЕМУ која треба да го преземе претседавањето. Оваа подгрупа на ЕКОФИН се собира во врска со состаноците на ЕКОФИН.

Европската комисија е присутна на состаноците и на Советот и на Еврогрупата. Комисијата има право да ја постави политичката агенда за состаноците на Советот и да обезбеди анализа за мултилатерален надзор. Економско-финансискиот комитет (**Economic and Financial Committee-EFC**) има советодавни и подготвителни функции за состаноците на Советот. Тој се состои од преставници на националните администрации и националните централни банки, како и двајца преставници од Европската комисија и Европската централна банка. Во рамките на ограничувањата поставени од страна на компромисните договори на националните влади, двете институции, ЕФК и ЕУ одиграа водечка улога во развојот на процесот на координација, на пример, со предлагање и развивање на различни процедури разгледани подолу. Додека Европската комисија и ЕФК ги покриваат макроекономските и финансиските прашања, Комитетот за економска политика (**Economic Policy Committee-EPC**), кој се состои од преставници од министерствата за економија, првенствено е задолжен за структурните политики.

Искуството во ЕМУ и други контексти, сугерира дека подготвеноста на владите на пер - притисок не е иста во сите земји. Особено големите држави е помалку веројатно да реагираат на пер - притисок на саканиот начин, бидејќи желбата да се биде „добар европеец“ обично игра многу послаба улога во нивните домашни политики, отколку во помалите земји.²⁵⁷ Ова е наведено од страна на набљудувањето

²⁵⁷ Интересно е да се забележи во овој контекст дека, за време на процесот на конвергенција кон ЕМУ во 1990 година, малите земји-членки на ЕУ беа многу повеќе респонзивни на притисоците за

дека уделот на иницијативите на ЕУ во вкупните законодавни иницијативи е обично помал во парламентите на големите земји како Германија, каде што 15-20% од сите иницијативи се должат на имплементацијата на иницијативите на ЕУ (види von Weume 1997), отколку во помалите земји како Белгија, каде што изнесува околу 50%.

Пропаѓањето на фискалната дисциплина забележано во периодот од 1999-2001 година и фактот дека Франција и Германија преземаа значителни даночни мерки без да соодветствуваат на нивните стабилизациони програми (Европската комисија, 2000), исто така, ја поддржува импресијата дека ефективностa на пер - притисокот да обезбеди сигурна посветеност на големите земји-членки е ограничена. Ефективноста на препораките дадени на ниво на ЕУ за водење на националните буџетски препораки е ограничена од страна на неколку процедурални пречки. Во многу земји-членки на ЕМУ, програмата за буџет и стабилност се подготвува од страна на различни административни единици. Оттука, врската помеѓу овие процеси е слаба во многу земји (Hallerberg, Strauch, von Hagen 2001). Дополнителна тешкотија во овој контекст е тоа дека процедурите за координација на политиките не секогаш ги вклучува релевантните учесници (актери) на национално ниво. Тоа укажува дека преговорите на ниво на ЕУ често доведуваат само до изјави со добри намери за да ги убедат другите релевантни учесници на национално ниво.

Член 113 ја формира основата на договорот за дијалог помеѓу Советот и ЕЦБ. Тоа го предвидува учеството на ЕЦБ на состаноците на Советот каде што се дискутираат прашања поврзани со монетарната политика. За возврат, претседателот на Советот има право да учествува на состаноците на Управниот совет на ЕЦБ и да доставува предлози за разгледување од страна на Управниот совет. Меѓутоа, треба да се забележи дека и покрај тоа што претседателот на Советот на ЕУ ги претставува сите членки на ЕУ, сепак, тој не е секогаш добар соговорник на ЕЦБ за да дискутира за политичкиот микс во Еврозоната. Ова е делумно препознатливо во практиката, кога претседателството на ЕУ потпаѓа под земја која не е членка на Еврозоната, со што претседателот на Советот е претставен од страна на претседавачот на Еврогрупата, односно министерот за финансии, на следната земја-членка која треба да претседава со ЕМУ. Претседателот на ЕЦБ секогаш е поканет на учествува на состаноците на Еврогрупата.

прилагодување на буџетските политики, отколку големите земји. Види von Hagen, Hughes-Hallett and Strauch 2000.

Процесот на Келн, неформален макроекономски дијалог, беше воведен под германското претседателство во 1999 година. Тој се состои од двегодишни, неформални консултации помеѓу јавните власти и претставниците на социјалните партнери, без поставување цели. Социјалните партнери се претставени преку нивните соодветни организации на европско ниво.²⁵⁸ Дијалогот се фокусира на прашања за монетарната политика, фискалните политики и политиките на плати. Размената се одвива на политичко и техничко ниво помеѓу ЕЦБ, ЕКОФИН, Советите за труд и социјална политика, Комисијата и социјалните партнери.

4.2.4 Процесите на макроекономска координација

Табела 3-4 ги прикажува процесите на координација на економската политика во ЕУ. Тие ги имплицираат Насоките на пошироката економска политика (**Broad Economic Policy Guidelines-BEPGs**), процесот на мултилатерален надзор (**the process of multilateral surveillance**), Процедурата на прекумерен дефицит (**the Excessive Deficit Procedure**), Пактот за стабилност и раст (**the Stability and Growth Pact**) и Келнскиот процес (**Cologne Process**). Конечно, **отворениот метод на координација**, воведен на Самитот во Лисабон, има за основна цел координирање на процесите на координација во согласност со целите на ЕУ. Последниот метод не е дополнителен процес на другите, туку концепт за тоа како да се поврзат постоечките процедури. Негова задача е да го истакне фактот дека процесите се во интеракција со политичките цели, како што се вработувањето и растот.

Според член 99 од ДЕУ, Насоките на пошироката економска политика (БЕПГ) го формираат центарот на процесот на координација на економската политика на ниво на заедницата. БЕПГ ги консолидира различните постоечки процеси (Луксембург, Келн и Кардиф) и тежнее кон искористување на синергиите помеѓу нив. БЕПГ, исто така, ги формира референците на процедурата за мултилатерален надзор, според која се контролира конзистентноста на националните економски политики со БЕПГ и функционирањето на ЕМУ генерално.

Процедурата на мултилатералниот надзор ја имплицира можноста да се прават доверливи или јавни проценки на политиките на одделни земји-членки и да се даваат

²⁵⁸ Wyplosz (1999) тврди дека дополнителната централизација на ниво на ЕУ е забавена од страна на дивергентните трошоци за труд (плати) низ Европа, каде што трошоците за работна сила во Германија се пет пати поголеми од тие во Португалија.

доверливи и јавни препораки на нивните влади. Европскиот совет одлучува со едногласно гласање за БЕПГ, на предлог на Европската комисија и препораките на ЕКОФИН. Од 2001 година па наваму, се користи подобрена рамка за подготвување и следење на спроведувањето на БЕПГ, која вклучува експлицитно различни одлучувачки тела и учесници на национално ниво и на ниво на ЕУ, со цел да се зајакне одговорноста за конечна имплементација.

Разликата помеѓу ЕУ и ЕМУ се нагласува особено во овој контекст. Имено, БЕПГ не прави доволна разлика помеѓу економските добра кои се разменуваат помеѓу сите земји-членки на ЕУ, како што е Единствениот пазар и оние што се разменуваат помеѓу земјите-членки на Евроната, како што е ценовната стабилност во ЕМУ. На ниво на ЕУ, внатрешниот пазар претставува референтна точка за координација на политиките. Како и во периодот пред ЕМУ, координацијата на економските политики има за цел да осигури дека земјите нема да се ангажираат во политики кои го поткопуваат непреченото функционирање на отворените пазари – конкурентните девалвации се традиционален пример за тоа. Сепак, Евроната има поширока потреба од координација на политиките.

Фискалната политика останува во национална надлежност на земјите-членки на ЕМУ, но под неколку ограничувања. **Основни процедури за спроведување на фискалната политика во ЕУ се:** Процедура за прекумерен дефицит (ППД), Процедура за мултилатерален надзор (ПМН – членови 99, 100, 111 од ДЕУ) и Пактот за стабилност и раст (ПСР). Правилото “No-Bail-Out” или „нема спас” (членови 103 од ДЕУ, Член 21 од Протоколот на ЕСЦБ) ги заштитува земјите-членки да станат одговорни за финансиските обврски на други земји-членки против нивната волја.

ППД вклучува мандат (член 3 од Протоколот) дека земјите-членки на ЕМУ треба да имплементираат соодветни институции на национално ниво кои ќе овозможат исполнување на нивните обврски за одржливи јавни финансии. За разлика од обврската на сите земји-членки да имаат независни централни банки, сепак не постои објаснување за тоа што оваа обврска значи во практиката. За членките на ЕМУ, ППД е безусловна обврска да се избегнат прекумерни дефицити. Покрај тоа, ПСР повикува на среднорочни буџетски позиции блиску до рамнотежа или суфицит. Колку е повисок показателот долг/БДП на една земја, толку треба да бидат поголеми нејзините напори за брзо намалување на показателот.

Согласно овој пакт, доколку одредена земја има прекумерен дефицит, таа треба веднаш да преземе корективна акција и да го намали буџетскиот дефицит. ППД и ПСР овозможуваат наметнување на финансиски санкции во такви ситуации – особина која ги разликува од другите процедури на координација. Во контекст на ПСР, земјите-членки на ЕМУ се обврзани да објавуваат годишни стабилизациони програми во кои ќе ги презентираат главните фискални одлуки и буџетски избори на патот кон среднорочната цел за буџетски позиции блиску до биланс или суфицит. Советот разгледува дали стратегијата на буџетската политика и економските таргети продолжуваат да ги пресретнат барањата на ПСР и БЕПГ. Со цел да се спречи појава на прекумерен дефицит, Советот може да даде рано предупредување во согласност со член 99 од Договорот.

Имено, и покрај тоа што комбинираната примена на ППД и ПСР ја потврдува важноста на фискалната дисциплина за спроведувањето на монетарната политика, практичното функционирање на овие договори сè уште не е задоволувачко во ЕМУ поради неколку **причини**. **Прво**, процедурите се фокусираат на перформансите на одделна земја-членка без да го земат предвид ставот за вкупната фискална политика на Еврозоната како целина. Имплицитно, организациската поставеност на овие договори се базира на претпоставката дека да се биде блиску до рамнотежа е безусловно најдобриот придонес на фискалната политика за макроекономската стабилност во Еврозоната. Иако ова може да биде точно на долг рок, повеќе анализи на еминентни економисти покажуваат дека стабилноста има потреба од различни комбинации на монетарната и фискалната политика во различни фази на деловниот циклус. **Второ**, процедурата се фокусира во тесни рамки на дефицитите и долговите. Во овој контекст на координација на политиките, нагласувањето на важноста за умерено задолжување во ППД и ПСР е оправдано само ако постои цврста претпоставка дека националните фискални политики влијаат врз макроекономските перформанси во ЕМУ и предизвикуваат хоризонтални прелевања главно преку ефектите на нивните пазари на капитал.

Во рамките на постоечката рамка за координација на политиките, формулирањето и мониторингот на постигнувањето на зацртаните цели се одвива во рамките на БЕПГ. Останатите процеси, како што се ППД и ПСР, како и процесите на Кардиф и Луксембург опишани подолу, имаат за цел да обезбедат детаљна анализа на соодветните политички области. Имено, интересно е да се напомене дека препораките

што беа насочени кон Ирска од страна на Комисијата и Советот во 2001 година за поголема фискална дисциплина, беа изведени под член 99 (БЕПГ), иако анализата беше направена во согласност на ПСР (Fisher and Reitano, 2001). Отстапките што настанаа во минатото и во поскоро време, сведочат за нецелосноста на рамката за координација на фискалната политика обезбедена од страна на ППД и ПСР.

Сепак, за да можат да се донесат какви било оценки во врска со координацијата на политиките, потребно е добро да се познава севкупната законска и неформална рамка и соодветните процеси кои земјите-членки треба да ги почитуваат и да ги имплементираат. Поради тоа, во следната табела во кратки и јасни црти се сумирани сите процеси за координација на политиките во рамките на ЕМУ.²⁵⁹

Табела 3-4. Годишни процедури и вклучени учесници на ЕМУ

Процедури	Форма на координација и инструменти	Учесници	Задачи
Насоки на пошироката економска политика (Broad Economic Policy Guidelines-BEPGs) (член 99 од Договорот во Амстердам)	Стожер на координацијата на економската политика во рамките на ЕМУ во кој се дефинираат заедничките цели Годишни насоки и препораки на земјите-членки Извештаи за имплементација	Европскиот Совет ЕКОФИН Советот (Еврогрупата) Европската комисија Земјите-членки Економскиот и финансиски комитет Комитетот за економска политика Европскиот парламент	БЕПGs ги дефинира насоките и целите на економската политика за ЕУ во согласност со член 2 БЕПGs ги интегрира различните процеси спомнати подолу
Мултилатерален надзор (Multilateral surveillance)	Мониторинг процес “peer review” или пер-	ЕКОФИН – советот Европската комисија Земјите-членки	Процесот врши мониторинг и оценка на економскиот

²⁵⁹ Jüppen von Hagen and Susanne Mundschenk (2002): “Fiscal and monetary policy coordination in EMU”, Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December

<p>(член 99 (3) од Договорот во Амстердам))</p>	<p>преглед</p>	<p>Економскиот и финансиски комитет</p>	<p>развој и политиките во земјите-членки, како и во заедницата како целина</p> <p>Ја формира основата на процедурата за усогласување на заедницата (член 99(4))</p>
<p>Процедура за прекумерен дефицит (Excessive Deficit Procedure – EDP) (член 104)</p> <p>Пактот за стабилност и раст (Stability and Growth Pact-SGP) Регулација 1467/97</p>	<p>Заеднички правила и цели</p> <p>Буџетски надзор</p> <p>Парични санкции</p> <p>Земјите-членки секоја година поднесуваат програми за стабилност и конвергенција</p>	<p>ЕКОФИН - советот</p> <p>Европскиот парламент</p> <p>Националните влади (министри за финансии)</p> <p>Европската комисија</p> <p>Економскиот и финансиски комитет</p>	<p>ППД и ПСР</p> <p>претставуваат обврска на земјите-членки да остварат среднорочни буџетски позиции блиску до рамнотежа или во суфицит</p>
<p>Келнскиот процес (Cologne Process)</p> <p>ЕКОФИН 1999 година</p>	<p>Неформален макроекономски дијалог на ниво на заедницата</p> <p>Неформална размена на гледишта</p> <p>Два состаноци секоја година на технички и политички нивоа</p>	<p>Европската централна банка (ЕЦБ) + претставници од централните банки надвор од ЕМУ</p> <p>Претседавачите на тековното, претходното и следното претседавање на ЕКОФИН и министрите за труд и социјална политика</p> <p>Социјалните партнери</p>	<p>Келнскиот процес има за цел да ја подобри интеракцијата помеѓу развојот на плати и монетарните, буџетските и фискалните политики на ниво на ЕУ.</p> <p>Процесот беше применет за да ги дополни Кардифскиот и Луксембуршкиот</p>

			процес
Отворен метод на координација ЕКОФИН 2000 година	Координација помеѓу постоечките процеси Коригира насоки и временски распореди за Унијата Поставува национални таргети за имплементација Поставува индикатори за перформанси и одредници каде што е потребно Мониторинг, евалуација и “peer review”		Зголемување на конзистентноста помеѓу различни процеси

Извор: Jürgen von Hagen and Susanne Mundschek (2002): “Fiscal and monetary policy coordination in EMU”, Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December.

4.2.5 Проценка на ефектите на координација

Тековните процеси на координација на политиките во последните неколку години се покажаа како несоодветни за осигурување на фискална дисциплина и ефикасна координација на политиките во ЕМУ. Бројни критики беа насочени кон слабостите на овие координативни механизми и разгорени значајни дебати во насока на реформирање на целокупната управувачка рамка и имплементирање на потребни мерки за зајакнување на координацијата на фискалните политики и стабилноста во Еврозоната и Европската унија. Преку изнесените анализи во претходниот дел, согледавме дека на долг рок монетарната политика може да оствари ценовна стабилност без да соработува со фискалните политики.

Централната банка може да ја одбере стапката на инфлација за Монетарната унија без да влијае врз аутпутот на индивидуална земја-членка или на Унијата во

целост. Меѓутоа, на краток рок, постои потенцијален конфликт помеѓу монетарната политика и националните фискални политики, бидејќи двете имаат интеракција во детерминирање на агрегатната побарувачка во Монетарната унија. Ако Централната банка цврсто таргетира стабилност на цени, фискалните политики на национално ниво ќе резултираат во чист дистрибутивен конфликт (Jürgen von Hagen and Susanne Mundschenk, 2002). Владите ќе се борат за поголем удел во агрегатната побарувачка за да ги постигнат нивните посакувани нивоа на аутпут, додека Централната банка ќе ги неутрализира комбинираните фискални импулси.

Ако фискалните импулси се скапи, ќе се појави стратешка рамнотежа каде што Централната банка ќе ги спречува шоките на страната на побарувачката и агрегатниот фискален став ќе се спротивстави на шоките на страната на понудата. Имено, ако Централната банка толерира девијации од ценовната стабилност на краток рок, фискалната и монетарната политика во овој случај ќе бидат целосно меѓузависни на агрегатни ниво. Со оглед на фактот дека секој од овие авторитети влијае врз целите на другиот авторитет, координацијата на политиките помеѓу нив е повеќе од значајна во остварување на посакуваните резултати за двата авторитети. Игнорирањето на меѓузависноста помеѓу монетарната политика и националните фискални политики на краток рок, ќе доведе до непосакувани макроекономски перформанси на Монетарната унија. Многу економски анализи тврдат дека ограничувањето на фискалната политика на функционирањето на автоматските стабилизатори не го решава прашањето на координација на политиките. Напротив, тоа го дестабилизира агрегатниот аутпут и имплицира дека земјите ќе се натпреваруваат за агресивноста на нивните оптимални автоматски стабилизатори како последица на имплементираната монетарна реакција.

Одговорот на овие краткорочни конфликти има потреба од договори помеѓу земјите-членки за заеднички став на фискалната политика на агрегатно ниво, усогласување на фискалниот став со монетарната политика на Унијата, процедури кои експлицитно ќе ги претставуваат агрегатните преференции во врска со замената на аутпутот и инфлацијата на ниво на ЕМУ, како и донесување на оптимални избори во врска со овие преференции. Постоечките процеси и механизми за координација на политиките се несоодветни за решавање на релевантните конфликти на ниво на ЕМУ. Тие се недоволно фокусирани на макроекономските варијабли на ЕМУ и не обезбедуваат рамка за обврзувачки договори помеѓу владите и генерално помеѓу Централната банка и одделните влади.

Имено, овие процеси на координација на политиките можеби можат да обезбедат основа за изразување на дистрибутивните конфликти помеѓу земјите-членки, јасност за негативните ефекти што политиката на една земја може да ги има врз другите земји преку варијаблите на ЕМУ и значаен пер - притисок за охрабрување на потребните реформи. Сепак, тие не обезбедуваат рамка за детаљна анализа на важните конфликти или обврзувачки договори помеѓу владите за обезбедување на конзистентност на нивните индивидуални фискални политики со политичките цели на национално и агрегатно ниво на Монетарната унија. Оттука, сегашната институционална поставеност во голема мера ги одржува земјите-членки во една некооперативна политичка игра. Една импликација е дека Централната банка со право не сака да се вклучи во заедничко креирање на политиките со фискалните власти, бидејќи не може да смета на веродостојноста и сигурноста на евентуалните договори со националните фискални власти. Според ова, недостатокот на посветеност и одговорност помеѓу владите подразбира неможност да се оствари ефикасна координација и посветеност помеѓу монетарната политика и националните фискални политики.

4.2.6 Перспективата на координацијата на монетарната и фискалната политика преку бројни предлози и сугестии за подобрување и зајакнување на управувачката економска рамка во ЕМУ

Глобалната финансиска криза во голема мера ги истакна слабостите на економската рамка за управување во ЕУ како и во Евроната, и тешките недостатоци поврзани со нејзиното извршување во практика. Некои земји-членки веќе имаа акумулирано големи фискални нерамнотежи во „добрите времиња“. Сепак, ПСР – фискалниот надзорен механизам за заштита на стабилноста на ЕМУ – не обезбеди доволно иницијативи за корекција на овие нерамнотежи, особено по реформите во 2005 година. Финансиската и економската криза доведе до понатамошно влошување на фискалните позиции, како последица на ефектите на автоматските стабилизатори врз буџетите во даночните и социјалните системи, имплементираните фискални пакети на владите за совладување на економскиот пад и поддршката обезбедена на финансискиот сектор.

Освен тоа, во изминатите години беа дозволени одредени макроекономски нерамнотежи и разлики помеѓу земјите од конкурентска гледна точка, кои во отсуство

на позначајни економски реформи доведоа до релативно слаби економски изгледи на земјите по кризата. Овие сериозни фискални и макроекономски нерамнотежи доведоа до скептичност на финансиските пазари во поглед на одржливоста на јавниот долг во некои земји на Евроната. Со оглед на високото ниво на економска и финансиска интеграција во Евроната, ризиците од негативни прелевања од одделните земји на Евроната во целина значително пораснаа.

Во мај 2010 година, се формираа Европскиот фонд за финансиска стабилност (ЕФФС) и Механизмот за европска стабилност (МЕС). Меѓутоа, она што беше најважно и најпотребно во моментот беше итното ревидирање, зајакнување и подобрување на економската управувачка рамка во Евроната. На одржаниот состанок во март 2010 година, Европскиот совет го задолжи претседателот Херман Ван Ромпју, во соработка со Европската комисија да донесе, извештај за задачи во кој ќе учествуваат претставници на земјите - членки, ротационото претседателство на советот и ЕЦБ. Задачата на Ван Ромпју или “Van Rompuy Task Force (VRTF) беше да донесе нацрт - предлог за зајакнување на рамката за надзор на ЕУ, особено буџетскиот и макроекономскиот надзор, како и да основа рамка за менаџмент на кризи.²⁶⁰ Извештајот на ВРТФ, потпишан од страна на Европскиот совет на состанокот во октомври 2010 година, објави дополнителни предлози за поширока и подлабока координација на економските политики, зајакнување на фискалниот надзор, нова рамка за надзор на макроекономските нерамнотежи и конкурентски случувања, како и посилна институционална рамка. Во декември 2010 година, шефовите на држави или влади се согласија со потребата за формирање на перманентна рамка за управување со кризи.

Поради бројноста на предлози и сугестии, како и сложеноста на функционирањето на Монетарната унија, ќе направиме сумирање на поглавните предлози за реформа на економската управувачка рамка на ЕМУ. А тоа се следните предлози:

- 1) Потреба од поголема автономност во сите надзорни процеси, вклучувајќи ја и новата рамка за макроекономски надзор.

²⁶⁰ ЕЦБ активно придонесе на работата на ВРТФ. На 15 јуни 2010 година, претседателот на ЕЦБ достави забелешка до претседателот на Европскиот совет насловена како „Засилување на економското управување во Евроната”.

- 2) Надзорните процедури имаат потреба од стриктни и прецизни рокови, со цел да се избегнат бавните процедури и да се отстранат „клаузулите за бегство”.
- 3) Рамката за макроекономски надзор треба да има јасен фокус.
- 4) Политичките и репутационите мерки треба да ги забрзаат раните прилагодувања и исполнувања на барања од страна на земјите-членки во согласност со рамката за надзор.
- 5) Финансиските санкции треба да бидат применети во рана фаза и постепено во рамките на рамката за макроекономски надзор, со цел да обезбедат јасни и кредибилни мотиви за земјите да започнат со примена на потребните макроекономски политики.
- 6) Стандардите за постоење на прекумерен дефицит треба да бидат поамбициозни.
- 7) Барањата во поглед на прилагодувањето на земјата кон нејзините среднорочни буџетски цели треба да бидат поамбициозни.
- 8) Квалитетот и независноста на фискалните и економските анализи треба да бидат загарантирани.
- 9) Посветеноста на земјите-членки на брзо имплементирање на силни национални буџетски рамки кои ќе го олеснат исполнувањето на барањата во ПСР, треба да се зајакне.
- 10) Квалитетот на годишните и кварталните статистики треба да се подобри на два правци, временската рамка и веродостојноста.
- 11) Новата економска управувачка рамка треба да содржи и рамка за менаџмент на кризи, кој ќе ја заштитува финансиската стабилност во Еврозоната како целина во случај ако една или повеќе земји искушат суверена должничка криза.

Ефективните национални фискални рамки се круцијални за осигурување дека фискалните политики се здрави и дека ЕМУ функционира непречено. Поновите реформи на економската управувачка рамка, исто така, попрецизно и поточно ги таргетираа фискалните рамки на национално ниво. Сепак, реформскиот прогрес не е подеднаков во сите земји. Забавеноста на процесот се должи на должничките и фискални проблеми со кои се соочуваат одделни земји и неопходноста за справување со приоритетните фискални цели. Меѓутоа, доколку земјите започнат активно да ги спроведуваат горенаведените предлози, доколку управувачките органи на ЕМУ и ЕУ кредибилно и решително го наметнат нивното спроведување без подлегнување на

политички притисоци, тогаш може да се постигне значителен придонес кон основање на вистински ефикасни национални фискални рамки кои ќе остварат посилна фискална дисциплина и сигурно и непречено функционирање на Европската монетарна унија.

ГЛАВА 5. КООРДИНАЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

5.1 Реформа на монетарниот (финансискиот) и фискалниот систем во 1990-тите години и наваму

Дезинтеграциските процеси во поранешна СФРЈ во почетокот на 1990-тите години, доведоа до распаѓање на Југословенската Федерација и создавање на неколку независни држави од нејзините дотогашни републики. Овие процеси беа последица на напорите да се пронајде излез и решение за економската криза која започна во 1980-тите години и беше предизвикана првенствено од следните фактори: **неефикасен и нерационален политички и економски систем, застарена и неадекватна стопанска структура, висока увозна зависност, структурна неурамнотеженост, висок степен на бирократизација во стопанството, нестопански дејности и државни органи, заостанување на техничко – технолошкиот развој и научниот развој.** Како последица на ова, постоеше економска неефикасност и ниска продуктивност на трудот, општествениот капитал сè повеќе се прелеваше во непроизводна потрошувачка, акумулативната и репродуктивната способност на стопанството забрзано слабееше, загубите во стопанството и неликвидноста се зголемуваа, при висок степен на надворешноекономска задолженост.²⁶¹

Оттука, главен предизвик беше создавањето на нов политички и економски систем на Република Македонија. По спроведениот Референдум за одвојување од поранешна СФРЈ, на 8 септември 1991 година Република Македонија стана суверена и самостојна држава, а со донесувањето на Уставот како највисок правен акт на државата на 17 ноември истата година, беа поставени темелните вредности на новиот уставен поредок. По добивањето на независноста, Република Македонија се соочи со проблемот на драстично стеснување на пазарот, како резултат на загубата на голем дел од единствениот југословенски пазар, но исто така и со загубата на клучната транспортна комуникација, нето - трансферите од сојузната влада и околу 10% од девизната заштеда депонирана кај Народна банка на Југославија (која изнесуваше

²⁶¹ Наумовска А., Давидовска Б. и Гоцков Ѓ. (2002), „Македонската економија во десетгодишниот период на монетарна самостојност”, Економски истражувања, Број 3, НБРМ, Скопје, стр. 41-54.

повеќе од 1,2 милијарди долари).²⁶² Дополнително влошување на ситуацијата предизвика воведувањето на економските санкции на ООН кон Сојузна Република Југославија, што доведе до укинување на дотогашните економски врски со поранешните републики. Целата кризна ситуација наметна Македонија непосредно по осамостојувањето итно да се заземе кон изнаоѓање на излезни решенија и да го мобилизира целиот академски, економски и политички кадар кон нивно остварување. Основните приоритетни задачи беа:

- **Монетарно осамостојување**, односно воведување на национална парична единица како симбол на суверенитетот и самостојноста;
- Изработка и спроведување на **стабилизациона (антиинфлациона) програма**, како предуслов за остварување на макроекономска стабилност неопходна за долгорочен и одржлив економски раст;
- **Санација на банкарскиот систем**, како составен дел и предуслов за развој на финансискиот систем во државата;
- **Приватизација на општествениот капитал**, како значаен предуслов за транзиција кон пазарното стопанство.

Македонија го изведе монетарното осамостојување во пролетта 1992 година, во услови на „класичен хиперинфлаторен хаос“ (Петковски, 1994, стр. 25). Во тој период месечната стапка на инфлација го имаше надминато нивото кое означува хиперинфлација и опасно се закануваше да предизвика распад на монетарниот систем. Имено, непосредно пред монетарното осамостојување, месечната стапка на инфлацијата изнесуваше 86%, а неофицијалниот или „уличниот“ курс беше зголемен за 300%.²⁶³

Таквата состојба налагаше итно воведување на стабилна валута со која земјата ќе се изведеше од хиперинфлацијата. Покрај тоа, сите анализи укажуваа на потенцијален ризик од платно-билансни тешкотии и неможност да се обезбедат доволно девизни средства за купување на базичните витални производи како што беа: храна, лекови, нафта и др. Историскиот датум кога се воспостави монетарната самостојност беше 26 април 1992 година со донесувањето на неколку акти од страна на

²⁶² Томислан Гроздановски, „Стабилизациона фискална политика“, Скопје, 2000 година, стр. 248-266.

²⁶³ Љубе Трпески, „10 години од монетарното осамостојување на Македонија“, НБРМ, Скопје.

Собранието на Република Македонија и тоа: Законот за парична единица на Република Македонија, Законот за употреба на паричната единица на Република Македонија, Законот за Народна банка на Република Македонија и Законот за преземање на депонираните штедни влогови на граѓаните од страна на Република Македонија, со кои генерално беше утврдено дека денарот ќе биде законско платежно средство во земјата и истиот ќе се разменува со динарот во сооднос 1:1, со цел да се олесни и поедностави размената на граѓаните.

Со Законот за употреба на паричната единица на Република Македонија, беше утврдено дека денарот како законско средство за плаќање ќе започне да се употребува од 27 април 1992 година. Во периодот од 28 до 30 април се оствари замена на југословенските динари за македонските денари и на 30 април 1992 година книжните банкноти на југословенскиот динар престанаа да важат како законско средство за плаќање во Република Македонија, а од 27 април 1993 година и кованите динари.²⁶⁴ Имено, денарите најпрвин беа воведени како вредносни бонови или привремена парична единица. **Конечните ковани и книжни пари беа пуштени во оптек на 10 мај 1993 година**, при што вредносните бонови постепено беа повлекувани како законско средство за плаќање до крајот на 30 ноември 1993 година. Овој датум, впрочем, го претставува и вистинскиот почеток на монетарната историја на Република Македонија. Освен тоа, се донесоа дополнителни законски прописи со кои се настојуваше да се зголеми вредноста на денарот и да се обезбеди соодветна стабилност. Преку овие акти, целосно се заокружи процесот на монетарно осамостојување на Република Македонија и се поставија основите на монетарниот систем.²⁶⁵

Според новиот Закон за Народна банка на Република Македонија, кој стапи на сила на 30.1.2002 година, основна цел на монетарната политика е одржување на ценовна стабилност и НБРМ е целосно независна во спроведувањето на монетарната политика, односно во изборот на инструментите за монетарно регулирање.²⁶⁶ Во Македонија, уште од самиот почеток, макроекономската стабилизација неизбежно се наметна како приоритет во процесот на транзиција. Ова во прв ред се должеше на заканувачката хиперинфлација која во април

²⁶⁴ „Службен весник на Република Македонија”, бр. 26, 27 и 28/1992 година.

²⁶⁵ Томе Неновски, интервју, Економски советник бр.5/1993 година.

²⁶⁶ Членови 2, 3, од Законот за Народна банка на Република Македонија, „Службен весник на Република Македонија”, бр. 26/1992 година и бр. 26/1992 година.

1992 година достигна на месечно ниво 75.7% и потполно ја растргна дилемата околу тоа која ќе биде првата задача на економската политика. Актуелноста на макроекономската стабилизација произлегуваше и од серијата екстерни шокови кои перманентно ја дестабилизираа македонската економија во текот на првите години по осамостојувањето, така што економската политика, по силата на околностите, беше насочена кон решавање на кусорочни проблеми.

По осамостојувањето, во Република Македонија не **постоеше девизен пазар** на кој девизните операции би се извршувале од страна на банките. **Тргувањето на девизи главно се одвивање на т.н. „црн девизен пазар“**, каде што тргувањето се вршеше **исклучиво со готовина**. Институционалната основа на официјалниот девизен пазар во Република Македонија се постави **со донесување на Законот за девизно работење во мај 1993 година**, врз основа на кој се **овозвозможи проширување на начинот и организацијата на работа на девизниот пазар**.

При водењето на стабилизационата политика во Македонија можат да се разграничат **две основни етапи**. Првата етапа се однесува на лансирањето на првата стабилизациона програма, која се темелеше врз **стратегијата на монетарно таргетирање** која започна со самиот чин на монетарно осамостојување. За жал, оваа програма доживеа целосен неуспех, затоа што, на крајот на 1992 година стапката на инфлација се искачи дури на 1 965.3%. Во текот на 1993 и 1994 година не постоеше некоја формална програма за стабилизирање на економијата, но и покрај тоа, јасен беше напредокот во намалувањето на инфлацијата, која најпрвин беше сведена на трицифрено ниво (241.6% во 1993 година), а потоа, кон крајот на 1994 година се намали на 55.4%. Очигледно е дека овој напредок се должеше на поголемата макроекономска дисциплина, изразена преку опаѓачките стапки на монетарен растеж, контролата на јавната потрошувачка, стабилизирањето на девизниот курс и ограничувањето на порастот на наемниците. Веќе кон крајот на 1995 година, стартуваше употребата на **стратегијата за таргетирање на девизниот курс**, и оттогаш, веќе неколку години по ред, Македонија се одликува со ниски, едноцифрени стапки на инфлација кои се во поддршка на долгорочниот и одржлив економски раст.

Притоа, одржана е макроекономската стабилност во контекст на постојано предизвикувачката надворешна околина и високата невработеност. Претпристапната економска програма (ПЕП) од 2013 година, која го покрива периодот од 2013 до 2015 година е поднесена во јануари и ги сумира клучните економски, фискални и

структурни политики и планирани реформски мерки. Клучни цели остануваат унапредувањето на растот и вработувањето.²⁶⁷

5.1.1 Постапеноста на фискалната политика во рамките на макроекономската политика – цели, инструменти, опкружување и креирање

Неповолните економско-политички состојби што настанаа по распадот на Југословенската Федерација имаа неизбежна рефлекција врз општата финансиска состојба и особено врз фискалното подрачје кое беше исклучиво тешко. Како земја во транзиција, која интензивно мораше да се движи во насока на трансформирање на социјалистичкото општествено уредување кон пазарна економија, веднаш по осамостојувањето Република Македонија започна со фискални реформи на страната на приходите и расходите со основна цел создавање на фискален систем кој ќе биде во согласност со фискалните системи на земјите со пазарна економија.

Оттука, главната цел на фискалната реформа беше тврдо буџетско ограничување, односно намалување на буџетот преку ограничување на расходите и зголемување на приходите со цел намалување на високиот буџетски дефицит, што требаше да придонесе и кон намалување на хиперинфлацијата која беше главниот проблем на македонската економија. Имено, во периодот на транзиција, македонската економија се соочуваше со предизвици од економска и неоекономска природа, од домашен и екстерен карактер. Сепак, земјата успеа да воспостави макроекономска стабилност, а нејзиното одржување секогаш претставуваше еден од приоритетите на економската политика, во која фискалната политика има одиграно улога.

Постојат два вида фискална политика заснована на фискални правила, кои наоѓаат широка примена во практиката: (1) прилагодување на буџетскиот дефицит во насока на стабилизирање на цикличните флукуации во економијата, и (2) фискални правила кои се базираат на математички пресметани или нумерички таргети за фискалните дефицити, јавниот долг и јавните расходи на среден рок (Alesina and Perotti, 1995). Меѓутоа, фискалната политика во Македонија се одвиваше на сосема трет начин, односно се водеше дискрециона фискална политика. Имено, иако

²⁶⁷ Работен документ на службите на комисијата, извештај за напредокот на Република Македонија 2013 година во прилог на Соопштението на комисијата до Европскиот парламент и до Советот, Стратегија за проширување и главни предизвици 2013 -2014, Европска комисија, Брисел, 16.10.2013, ЦВД (2013) 413 конечна верзија.

златното буџетско правило за балансиран буџет на среден рок не беше јавно истакнато од страна на Владата, фискалната политика тежнееше кон балансиран буџет.²⁶⁸ Често во анализата на фискалната политика се диференцираат два периоди: (1) период во раните години на транзицијата од 1992 година до 1994 година, и (2) период од 1995 година па наваму.

Во првите години од транзицијата, покрај падот на економската активност и високата стапка на инфлација, економијата на Македонија се соочуваше и со високо ниво на буџетски дефицит. **Во првиот период од 1992 до 1994 година**, Владата немаше јасна платформа за постигнување на макроекономска стабилност и тоа резултираше со **изразен конфликт меѓу носителите на монетарната и фискалната политика**. Проширувањето на јавните функции на воен, безбедносен, стопански и социјален план, по воспоставувањето на целосна сувереност на земјата, предизвикаа експанзија на јавните расходи која во 1993 година го достигна рекордното ниво од 53,6% од БДП. Од друга страна, ерозијата на приходите за јавно финансирање, како последица на пролонгираната кризна економска ситуација и драматичниот пораст на даночната евазија (манифестирана првенствено кај обврзниците од растечкиот приватен сектор), доведе до натамошно продлабочување на фискалната нерамнотежа. Дотолку повеќе што регулирањето на правата на буџетските и фондовските средства со посебни закони и прописи ја правеше политиката на расходите релативно ригидна, а нивното редуцирање тешко остварливо. Оттука, урамнотежувањето на фискалните биланси беше формално, односно по цена на кумулирање на неизвршените обврски, со делумно финансирање или со нефинансирање на некои намени.²⁶⁹

Поради ваквите состојби, фискалните дефицити беа големи (зголемувањето на дефицитот помеѓу 1991 и 1993 година беше драстично, односно порасна од 4,2% на 12,5% од БДП) и претставуваа потенцијална опасност од прибегнување кон нивно инфлационо финансирање. Имено, ова говори за **целосно отсуство на буџетска дисциплина, при што фискалните и квазифискалните дефицити во целост беа финансирани преку монетарниот систем**. Поради недоволните сопствени приходи, буџетските корисници најчесто не добиваа доволно средства од буџетот, така што тие беа принудени да бараат кредити од деловните банки. На тој начин, јавните расходи индиректно се финансираа преку монетарниот систем и тоа беше една од основните

²⁶⁸ Јордан Дамчевски, „Координација на монетарната и фискалната политика во Република Македонија”, Економски факултет, докторски труд, Скопје, 2012.

²⁶⁹ Томислан Гроздановски, „Стабилизациона фискална политика”, Скопје, 2000 година, стр. 248-266.

причини за високиот монетарен растеж. Во исто време, ваквиот механизам на финансирање на буџетската потрошувачка претставуваше ефективен механизам за заобиколување на законското ограничување во поглед на монетарното финансирање на јавните расходи. Во насока на приспособување на фискалната сфера и спроведување на радикална реформа, во почетокот на 1992 година беше изградена „Концепција за нов даночен систем на Република Македонија”, што подразбираше изградба на модерна даночна структура и имплементирање на најважните даночни облици својствени за најразвиените земји. Сепак, реформата на даночниот систем беше само теоретски и аналитички начната без практична реализација. Резимирано, фискалната политика беше неуспешна во обидите за намалување на високата инфлација.

Веднаш по усвојувањето на Програмата за стабилизација во 1994 година, започна процес на фискална консолидација на јавните финансии што резултираше со значително намалување на **буџетскиот дефицит** од 13,4 % од БДП во 1993 година на 2,7% во 1994 година. Високата контракција на буџетскиот дефицит во 1994 година доведе до значително намалување на инфлацијата во земјата. Од графикон 1-5 може да се забележи дека буџетскиот дефицит се движи во согласност со Мастриските критериуми на ЕМУ и фискалните таргети на Владата, со исклучок на 2001, 2002, 2012 и 2013 година, кога буџетското салдо го надминува таргетираното ниво од 3% од БДП, како еден од критериумите за влез на земјата во ЕУ. Трендот на негативно буџетско салдо завршува во 1999 година, кога државата како последица на зголеменото државно штедење во услови на раст на расположливиот доход остварува балансиран буџет, односно буџетско салдо еднакво на нула.

Во 2000 година, поволниот економски амбиент резултираше со натамошно зголемување на расположливиот доход и при намалена јавна потрошувачка, а забрзани јавни инвестиции, беше регистриран буџетски суфицит од 2,5% од БДП. Во следните две години, падот на расположливиот доход на државата и зголемената јавна потрошувачка во исто време, доведе до негативна стапка на штедење. Оттука, во услови на релативно високо ниво на инвестиции од 3,5% од БДП, буџетскиот дефицит изнесуваше 6,3% и 5,6% од БДП во 2001 и 2002 година, соодветно. Драстичниот пораст на буџетскиот дефицит се должи на воениот конфликт во државата кој започна на 16 февруари 2001 година со инцидент на северната граница на државата и траеше до 13 август 2001 година кога се потпиша Рамковниот договор, а кој доведе до итна примена на дискрециона фискална политика насочена кон задоволување на потребите

во одбраната и во полицијата. Зголемените јавни расходи се провлекуваа и во 2002 година, пред сè поради потребата за отплатување на дел од обврските од претходната година, како и поради фактот што расходите многу лесно се зголемуваат со дискрециони одлуки, но многу тешко се намалуваат заради ригидниот карактер.

По завршувањето на парламентарните избори во 2002 година, новата Влада склучи аранжман со ММФ кој имаше основна цел да го намали буџетскиот дефицит во прифатливи рамки, кои ќе бидат во функција на поддршка на економскиот развој на земјата и стабилизирање на јавните финансии. Така, Владата презеде мерки на двете страни на буџетот, односно пристапи кон намалување на расходите и зголемување на даноците на некои стоки за широка потрошувачка. Во општи рамки, рестриктивната фискална политика доведе до значително намалување на буџетскиот дефицит од 5,6% во 2002 година на 1% во 2003 година. Буџетскиот дефицит беше многу понизок од просекот од 2,8% кои го имаа земјите од Централна и Југоисточна Европа и Балтичките земји. Во следните неколку години буџетското салдо се карактеризираше со умерено движење проследено со повремени буџетски суфицити во 2004, 2005 и 2007 година, за веќе од 2008 година буџетскиот дефицит повторно да заземе негативен тренд кој достигна ниво од 3,9% во 2012 година и 4,1 % од БДП во 2013 година.

Фискалната политика започнувајќи од 1994 година па наваму се одликуваше со тренд на намалување на јавните расходи. Имено, јавните расходи се намалија од 53,6% во 1993 година на 45.5% во 1994 година. Генерално, јавните расходи во периодот 1991 – 1994 година се движеа во просек околу 50%. Во наредниот период, како резултат на фискалното прилагодување и новата владина политика, јавните расходи остварија релативно намалување и во 2000 година изнесуваа 37,8% од БДП и на тој начин придонесоа да се оствари буџетски суфицит од 2,5% од БДП. Меѓутоа, ова фискално подобрување беше нарушено со настанувањето на воениот конфликт од 2001 година што резултираше со зголемување на јавните расходи кои на крајот на годината изнесуваа 41,6% од БДП и го задржаа истото ниво и во текот на следната година. Притоа, во текот на оваа година, буџетскиот дефицит забележа највисоко ниво во износ од 6,3% од БДП и наметна итна потреба за фискална консолидација и за враќање на буџетот во баланс. Така, некои од мерките кои новата Влада ги примени во 2003 година вклучуваа кратење на тековните расходи и зголемување на даночните приходи преку префрлање на некои потрошувачки добра од категоријата со повластена даночна стапка на ДДВ од 5% во категоријата со општа даночна стапка од 18%.

Кон крајот на 1994 година, кога стартуваше стабилизационата програма со ММФ и се наметнаа услови за фискална рестрикција и намалување на буџетските дефицити, Република Македонија го промени пристапот кон фискалната политика и заведе дисциплиниран курс во насока на остварување на неколку таргети и тоа: сведување на буџетскиот дефицит под 3 % од БДП, лимитирање на јавните расходи на 35% од БДП и одржување на јавниот долг под 60% од БДП. Значајно за овој период се **крупните реформи во даночниот систем** кои означуваа воведување на некои нови даноци кои претходно не беа застапени, елиминирање на недостатоците на претходниот систем и укинување на веќе постоечки даноци. Имено, реформите во даночниот систем заедно со фискалната консолидација, односно намалувањето на стапката на јавните расходи како процент од БДП, придонесоа за воведување на фискалната дисциплина која се одржуваше подолг временски период, како и кон поставување на темелите на прудентна фискална политика насочена кон одржлив економски развој и макроекономска стабилност .

5.1.2 Постапеноста на монетарната политика во рамките на макроекономската политика – цели, инструменти, опкружување и независност

Основната цел на монетарната политика во Република Македонија е **ценовната стабилност**, која се рефлектира со ниска и стабилна инфлација што креира најдобар амбиент за водење на макроекономска политика насочена кон одржлив економски раст и повисоко ниво на вработеност. Одржувањето на ценовната стабилност е основна цел на НБРМ, утврдена со закон. Поставувањето на оваа цел е во согласност со емпириски потврдените сознанија дека ценовната стабилност овозможува најповолни макроекономски услови за долгорочно одржлив економски развој. Заклучно со 1999 година, инфлацијата во Македонија се мереше преку индексот на цените на мало, а од 2000 година таа се следи преку трошоците на животот. За остварување на крајната цел, НБРМ утврдува посредна цел на монетарната политика. Притоа, од октомври 1995 година, НБРМ ја спроведуваше стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка, а од 2002 година во однос на еврото. Примената на оваа стратегија произлегува од: (1) важноста на девизниот курс во мала и отворена економија; (2) потребата од номинално сидро за одржување кредибилитет; (3) високиот степен на евроизација, и (4) транспарентноста

на политиката на девизен курс и можноста за секојдневно следење од страна на економските субјекти.

Основните инструменти за остварување на целите на монетарната политика се: **операциите на отворен пазар, задолжителната резерва, расположливи депозити преку ноќ, расположливи кредити преку ноќ и интрадневен кредит.** Притоа, најфлексибилни се операциите на отворен пазар, коишто зависно од ликвидносната состојба во вкупниот банкарски систем, можат да се спроведуваат преку емисија на хартии од вредност на НБРМ – аукции на благајнички записи, или преку купување и продажба на хартии од вредност на привремена или дефинитивна основа. Стандарден инструмент претставува задолжителната резерва преку која НБРМ директно влијае врз понудата на пари и кредити. За надминување на краткорочниот проблем со ликвидност кај банките на крајот на денот, НБРМ одобрува расположлив кредит преку ноќ. Спротивно на тоа, во услови на краткорочен вишок на ликвидност, банките можат да пласираат средства кај НБРМ во расположливи депозити преку ноќ и на седум дена.

НБРМ поседува институционална и функционална независност во водењето на монетарната политика. Процедурата за избор на гувернерот, должината на неговиот мандат и можноста тој да се разреши или не, имаат клучно влијание врз степенот на независноста на Централната банка. Гувернерот го избира Парламентот на Република Македонија по предлог на претседателот. Гувернерот, како и вицегувернерите и членовите на Советот на Централната банка се избираат за период од седум години, што е за три години подолг од мандатот на политички избраните лица. Притоа, се отстранува можноста за нивно брзо и лесно менување од функцијата, односно, извршната власт на чело на Централната банка да постави „кооперативен“ гувернер кој ќе соработува со Владата, а особено пред изборите и според потребите би емитувал нови парични средства. Од тој аспект, НБРМ спаѓа во редот на посамостојни централни банки. Меѓутоа, НБРМ не спаѓа во редот на централни банки кои сами ги дефинираат и избираат своите крајни цели. Тоа го прави Парламентот за секоја година на крајот на претходната година, на предлог на НБРМ, а врз база на проекцијата на монетарната политика подготвена од страна на НБРМ. Ова придонесува за поделба на одговорноста помеѓу законодавната власт и НБРМ.

Од друга страна, **НБРМ е целосно независна и автономна во преземањето на мерки на монетарната политика за постигнување на основната цел, како и при следење на девизната политика во текот на годината.** Сепак, Владата и Централната

банка соработуваат при формулирањето на девизната политика, со цел да ги координираат фискалните и монетарните мерки во насока на постигнување на финансиска стабилност. Парламентот ја усвојува проекцијата на девизната политика и ги поставува целите и задачите на девизната политика. Независност на НБРМ постои и во поглед на монетизација на буџетскиот дефицит (според Законот на НБРМ) со што се забранува директно или индиректно кредитирање на владата, како и во забраната на членовите на Советот да бараат инструкции од институции од централните и локалните власти, кои не треба да влијаат врз конечните одлуки на членовите на Советот.

Окружувањето во периодот по 2002 година се карактеризираше со доминација на фискалната политика во однос на претходно доминантната монетарна политика. Имено, според фискалната теорија на ценовно ниво може да се согледа дека грижата околу фискалната солвентност може да ја услови политиката на Централната банка, дури и кога таа има законска независност. Во периодот 2003 – 2006 година, кога фискалната политика имаше кредибилен и рестриктивен карактер, монетарната политика одговори колебливо и со задоцнување донесуваше мерки за нејзино олабавување, што резултирало со релативно слаба поддршка на економскиот раст, иако банкарскиот сектор уживаше висока ликвидност. Банките, во најголем број случаи, вишокот на ликвидност го пласираат во благајнички записи, чија стапка во тој период успеа да се задржи на релативно високо ниво.

Позначително релаксирање на монетарната политика настана дури во 2007 година, кога каматната стапка на благајничките записи се намали на 7,77%, а пондерираната активна каматна стапка на банкарскиот сектор се намали на 9,9%. Во овој период започна постепено и благо релаксирање на монетарната политика, што ја сведе каматната стапка на благајничките записи од 8,5% на крајот на 2009 година дури на 4% во средината на 2012 година.

Во банкарскиот сектор, и покрај константната стапка на задолжителна резерва, конкуренцијата во банкарскиот сектор и структурниот вишок на ликвидност ги натераа банките да ги редуцираат своите каматни стапки, при што активната пондерирана каматна стапка се сведе на 8,8% на крајот на 2011 година, но сепак не предизвика потребно зголемување на кредитите. Истовремено, се зголеми процентот на нефункционални кредити кој од 6,8% во 2008 година успеа да достигне 9,8% во 2011 година и придонесе за пораст на кредитните ризици.

Со цел да ја засили поддршката на кредитната активности и да се поддржи економското здравување, монетарната политика во земјата во 2012 година и почетокот на 2013 година продолжи да ги намалува стапките на две клучни политики: максималната стапка на благајничките записи на Централната банка, од 3,75 % на крајот на 2012 година на 3,25 % во месец октомври 2013 година ; и стапката на депозити на 7 дена, од 2 % на 1,50 %. Каматната стапка на депозитите преку ноќ беше намалена од 1% на 0,75 %. Таа, исто така ги олесни барањата за резерви за заеми на нето - извезувачите и на производителите на енергија.

Монетарната политика остана конзистентна и соодветна, ако се земе предвид економската средина и ситуацијата во домашниот банкарски сектор. Девизната политика и де факто врзувањето со еврото, продолжува да биде составен дел на стратегијата на Централната банка чија основна цел е ценовната стабилност.

5.1.3 Историски приказ на делувањето на фискалната и монетарната политика – стабилизациони програми, асиметричност и компатибилност

Паралелно со монетарното осамостојување беше донесена Антиинфлациона програма, која имаше хетеродоксен карактер, требаше да трае шест месеци и вклучуваше радикални мерки на монетарната и фискалната политика надолнети со контрола на платите и наемнините. Оваа програма имаше амбициозен карактер и имаше за цел, во периодот мај – декември, да ја сведе инфлацијата, мерена преку цените на мало, на 8.5% месечно или 92% на годишна основа. Крајниот исход на оваа **прва стабилизациона програма** во најголема мера зависеше од истрајноста и кредибилноста на фискалната и монетарната политика, односно соодветната рестрикција на монетарната и фискалната политика. Ваквата определба се должеше на емпириски потврдените сознанија дека ценовната стабилност создава најповолен макроекономски амбиент за забрзан, долгорочно одржлив економски раст.

Макроекономската состојба при воведувањето на Антиинфлационата програма во Македонија беше мошне неповолна и се карактеризираше со пролонгиран пад на индустриското производство, ескалација на хиперинфлационата тензија, висока невработеност, неповолна состојба на платниот биланс, ниски девизни резерви, застареност на технолошките системи, високи дефицити во трговскиот биланс и буџетот, драстично опаѓање на општествениот производ како последица на брзата дезинтеграција на југословенскиот пазар, меѓународна изолација на земјата и

економски блокади наметнати од Грција. **Клучните стабилизациони мерки што ги опфаќаше Антиинфлационата програма беа:**

- Рестриктивна монетарна политика насочена кон намалување на понудата на пари, поточно стапката на раст на паричната маса M1 и одржување на реално позитивни каматни стапки;
- Рестриктивна фискална политика насочена кон намалување на јавната потрошувачка од 38% на 35% од БДП, како последица на определбата на Владата за борба против инфлацијата, односно за балансиран буџет;
- Замрзнување на сите плати на нивото од 31 март со можност за нивно зголемување од 25-35% во иднина;
- Ограничено замрзнување на цените, кое опфаќаше околу 18% од сите стоки, особено стратешките индустриски производи и неколку прехранбени артикли (леб, брашно, масло за јадење и шеќер). Цените на овие производи беа коригирани нагоре пред да бидат замрзнати, со цел да се намалат дисторзиите во постоечката структура на реалтивните цени;
- Воспоставување на фиксен девизен курс со паритет во однос на германската марка од 1 марка = 360 денари.

Во основата на стабилизационата политика лежеше **стратегијата на монетарно таргетирање** со која се предвидуваше дезинфлацијата да се оствари со постепено намалување на монетарниот растеж.²⁷⁰ На почетокот на програмата, монетарната политика покажа рестриктивен правец, со тоа што месечната стапка на пораст на потесната парична маса – M1 се намали од 73.3% во април на 13.9% во мај и на 6.7% во јуни. Меѓутоа, овој одлучен потег имаше времетраење од само два месеца, за веќе во јули, Централната банка да заземе лабав курс и да регистрира двоцифрени стапки на монетарен растеж. На тој начин, во текот на 1992 година се забележа просечен монетарен растеж на M1 од 18.9%. Сепак, во споредба со планираниот монетарен растеж од 755.1% парите пораснаа за 704.7%, што значеше дека монетарната политика

²⁷⁰ Во почетниот период, поголем број земји во транзиција пристапија кон дезинфлација со помош на стратегијата на монетарно таргетирање со тоа што во некои од нив, како Албанија, Латвија, Литванија, Словенија, таа се покажа како зачудувачки успешна во контролата на инфлацијата (Blejer et al., eds., 1997, стр. 58). Употребата на монетарното таргетирање во земјите во транзиција вообичаено се оправдува со тешкотиите во определување на рамнотежен девизен курс во почетниот период на либерализација на пазарите, како и со недоволните девизни резерви, неопходни за таргетирање на девизниот курс (Sahay and Vegh, 1995, стр.31).

беше порестриктивна од она што се планираше. Оттука, Централната банка не може да се обвини дека не водела рестриктивна политика, но сепак, останува фактот дека монетарниот растеж од 704.5% на годишно ниво беше премногу висок за да се редуцира инфлацијата.

Имено, Централната банка не можеше ефективно да ги контролира парите во овој период поради неколку значајни причини, и тоа: несолвентноста на банките, монетаризацијата на парафискалните дефицити и механизмот на примарна емисија.²⁷¹ Инфлацијата го продолжи опаѓачкиот тренд и во следните месеци, сведувајќи се на 8.3% во јули и 6.6% во август 1992 година. **Монетарната политика во почетните две-три години**, кога не беше поддржана од другите макроекономски политики, **го имаше водечкото место во водењето на стабилизационата политика**. Притоа, во овој период фискалната политика се водеше неодговорно, резултирајќи во високи буџетски и квазибуџетски дефицити, а во исто време, политиката на плати и наемнини се водеше на пасивен начин. Навистина, слободно може да се каже дека во почетниот период по монетарното осамостојување, целокупниот товар на макроекономската стабилизација падна на монетарната политика.

Генерално, темелот на секоја успешна стабилизациона политика го претставува цврстата фискална позиција, па оттука **рестрикцијата на јавната потрошувачка** е незаменлив елемент на политиката на дезинфлација. Имено, при конципирањето на програмата беше предвидено буџетските расходи реално да се намалат за цели 22%, со што буџетската потрошувачка би била сведена на ниво од 35% од домашниот прозивод. Така, за да се обезбеди фискална дисциплина, се постави законско ограничување на можноста за финансирање на буџетскиот дефицит преку позајмување од Централната банка во висина од 5% од тековниот буџет.

Меѓутоа, наспроти планираната фискална рестрикција, годината беше завршена со голем буџетски дефицит 12.6 % / БДП, што укажува на фактот дека **немаше никаква буџетска дисциплина, при што фискалните и квазифискалните дефицити во целост беа финансирани преку монетарниот систем**. Покрај тоа, заради недоволни сопствени приходи, буџетските корисници беа принудени да позајмуваат кредити од деловните банки и на тој начин индиректно да ги финансираат

²⁷¹ За подетално види Горан Петрески, „Монетарна политика – теорија и искуство”, Скопје, 2005 година, стр. 226.

јавните расходи преку монетарниот систем и да придонесат за високиот монетарен растеж.

На почетокот на стабилизационата програма, со посебен закон беа **замрзнати наемнините, платите и пензиите на нивото од 31 март 1992 година** и се планираше тоа да трае шест месеци. Притоа, со цел да се спречи значајно намалување на животниот стандард, се дозволи мартовските наемнини и плати да пораснат за 30-35% во стопанството. Меѓутоа, ниту овој елемент на програмата не беше почитуван и тоа се покажа пресудно во пропаста на стабилизационите напори. Имено, во август 1992 година, Парламентот со амандмани го измени Законот за плати со кој се овозможуваше пораст на платите за 50% во стопанството и за 141 % за вработените во јавните служби за кои Владата мораше да се задолжи кај Централната банка.

Причината зошто оваа мерка се користи во стабилизационите програми се должи на два **основни фактори** и тоа: (1) намалувањето на реалните наемнини доведува кон редуцирање на трошоците на претпријатијата и така ги намалува трошоците за дезинфлација и (2) намалувањето на реалните наемнини доведува до намалување на приватната потрошувачка и на тој начин ги ублажува инфлаторните притисоци. Сепак, ако се земе предвид фактот дека зголемувањето на платите и наемнините во голема мера се финансираше, дали директно или индиректно, преку монетарниот сектор, веднаш ни станува јасно дека овој елемент наместо стабилизационен имаше инфлаторен ефект.

Во една од стабилизационите мерки беше и **замрзнувањето на цените на одредени поважни производи, како: основните прехранбени производи, нафтата и нафтените деривати, електричната енергија и комуналните услуги**, кое исто така требаше да трае шест месеци. Имено, со контролата беа вклучени производите кои учествуваа со 24% од индексот на цените на мало и основниот ефект што сакаше да се постине со оваа мерка беше: (1) да се намали инфлацијата на трошоците и (2) да се заштити животниот стандард. За жал, со паѓањето на експертската влада во почетокот на јули, инстантно поскапеа некои од контролираните производи, што доведе до верижна реакција во понатамошно зголемување на цените на сите други производи.

На крајот, треба да се напомене и последниот елемент на стабилизационата политика, а тоа беше **фиксирањето на курсот на денарот во однос на германската марка на нивото од 1 денар за 360 денари**, со кој се сакаше директно да се нападнаат инфлационите очекувања, кои се сметаат за главен извор на инфлацијата на краток рок.

Покрај тоа, носителите на економската политика преку ова се надеваа дека ќе ги привлечат девизните средства кои претпријатијата ги држеа на своите сметки во странство.²⁷² Причината зошто оваа мерка беше воведена има психолошки карактер, бидејќи германската марка беше значително застапена како пресметковна единица во домашните трансакции и поради фактот што стабилноста на девизниот курс се поистоветува со стабилност на цените. Поради скромните девизни резерви од само 18 милиони долари, на почетокот на јуни, носителите на економската политика одлучија курсот да се фиксира за период од 3 месеци. Еден од начините за да се пополнат девизните резерви беше обврзувањето на претпријатијата 30% од нивниот девизен прилив да го продаваат кај Централната банка по официјален девизен курс. Покрај тоа, заради одбрана на девизниот курс беше планирана финансиска помош од странство во износ од 200 милиони долари.²⁷³

Она што беше интересно во оваа стабилизациона политика е комбинирањето на монетарно таргетирање со фиксен девизен курс, затоа што стратегијата на монетарно таргетирање обично се изведува при постоење на флексибилен девизен курс. Официјално, стратегијата на монетарно таргетирање се користеше во рок од една година, односно до мај 1993 година. Сепак, поради високиот монетарен растеж, девизниот курс претпе неколку корекции, односно девалвации на денарот, и тоа: (1) на 10 октомври 1992 година, денарот девалвираше на ниво од 600 денари за една марка; и (2) на 7 декември 1992 година, денарот повторно девалвираше за 30 % и тоа на ниво 914 денари за една марка. Истовремено, режимот на девизен курс беше надополнет преку воведување на маргини за дозволена осцилација $\pm 10\%$ во однос на средниот курс. Меѓутоа, по октомвриската девалвација, која претставуваше само официјално признавање на фактичката состојба, девизниот курс на денарот на уличниот пазар повторно рапидно се оддалечи од официјалниот девизен курс, што значеше генерален колапс и на овој елемент на стабилизационата политика.

Резимирано, со оглед на тоа дека сите елементи на стабилизационата политика беа поткопани уште од самиот почеток, не зачудува фактот што оваа **програма доживеа целосен неуспех**. Имено, на крајот на 1992 година, годишната стапка на инфлација достигна застрашувачки 1 965.3 %, податок кој сам зборува за неславниот

²⁷² На пример, во првиот квартал на 1992 година, при извоз од 208 милиони долари, девизниот прилив изнесуваше 37.5 милиони, односно само 18%.

²⁷³ Петрески, Г. (2005). Монетарната политика: Теорија и искуство на Македонија, Скопје, Здружение за социо-економски развој, стр.237.

крај на програмата. Сепак, оценката за стабилизационата програма од 1992 година ги вклучува и неповолните услови под кои истата се остваруваше. Во вакви услови, се чини исправна е забелешката дека **во транзиционите економии, макроекономската стабилизација претставува уште потешка задача, бидејќи се остварува паралелно со решавањето на бројни други проблеми, при што заради наследената стопанска структура, постои голем ризик за неуспех на конвенционалните макроекономски политики.**

Покрај тоа, неопходно е да се забележи дека стабилизационата политика беше лансирана од страна на експертска влада која немаше цврста политичка поддршка во парламентот, а исто така, владата немаше ниту помош од постојана екипа на економски советници. Всушност, во тој период, Македонија немаше ниту доволно политичка волја, ниту основен општествен консензус за успешно спроведување на програмата. Пропаста на стабилизационата програма од 1992 година беше предизвикана поради потполно отсуство на дисциплина во сите сегменти на макроекономската политика.

Во средината на март 1994 година, се донесе макроекономска политика која вклучуваше порестриктивна фискална и монетарна политика, придружена со одредени промени во режимот на девизен курс и во механизмот на примарна емисија, кои драстично ја подобрија ефективноста на стабилизационата политика.²⁷⁴ Имено, на 15 мај 1993 година, денарот девалвираше за 62% и во исто време беше напуштен фиксниот девизен курс и се премина кон флексибилен девизен курс, со што се премости неконзистентноста меѓу стратегијата на монетарно таргетирање и фиксниот девизен курс.

Во текот на овој месец се оствари конвертирање на краткорочните кредити од примарната емисија во долгорочни кредити и се напушти кредитирањето на земјоделството преку примарната емисија. Покрај тоа, генерално започна и процесот на сукцесивно напуштање на селективното кредитирање. Резултатите од преземените мерки беа одлични. Затегнатата монетарна политика резултираше со драстично намалување на монетарниот растеж (под планираната стапка на пораст од 268.3%) и намалување на стапката на инфлација, која мерена на декемвриска основа, изнесуваше

²⁷⁴И покрај предвидената дисциплинирана фискална политика, во текот на 1993 година, не се оствари позначајна рестрикција на буџетската потрошувачка, што придонесе до висок буџетски дефицит во износ од 13.4% од БДП. Освен тоа, и политиката на плати не беше во функција на поддршка на стабилизационата политика, бидејќи овозможи пораст на реалните наемнини за 28.9%. Сето ова укажува на фактот дека водечкиот мотор во стабилизационата политика беше токму монетарната политика.

241.6% двојно пониска од планираната. Имено, за прв пат се планираше двоцифрена стапка на монетарен растеж од 80.7%, со што акомодативната природа на монетарната политика се замени со поагресивен антиинфлационен пристап. Доследноста во спроведувањето на предвидените мерки не беше карактеристично само за монетарната политика, туку и за фискалната политика. Имено, во оваа година се започна со порестриктивен пристап во фискалната политика, што предвидуваше експлицитен буџетски дефицит од 5.6% од БДП. Како последица на значајната рестрикција на буџетските расходи, буџетскиот дефицит на крајот на годината изнесуваше 2.9%, што беше далеку понизок од предвидениот дефицит.

Покрај тоа, се донесе и нов даночен систем кој требаше да ги зајакне јавните финансии и да придонесе до поефикасна фискална политика. Рестриктивните фискални и монетарни мерки на крај придонесоа до големо намалување на стапката на инфлација, која за прв пат по низа години, беше сведена на ниво од 55.4%, значително помалку од планираната инфлација од 70%.²⁷⁵ Истовремено, за прв пат по подолго време се постигна исклучителна стабилност на девизниот курс, со тоа што денарот во однос на германската марка осцилираше во многу тесни рамки меѓу 26 и 27 денари за една марка.

Постигнатиот успех во макроекономската стабилизација ги поттикна носителите на економската политика на уште порестриктивни мерки, па така во 1995 година, монетарната политика го намали монетарниот растеж на само 19.3%. Во исто време, дезинфлацијата беше решително поткрепена од страна на фискалната политика која успеа да го намали буџетскиот дефицит на 1.2 % од БДП, што беше исклучително значаен фискален напор. Конечно, дисциплината во движењето на наемнините и платите се задржа и во текот на 1995 година и услови пад на реалните наемнини за 8.1%.

Така, на крајот од 1995 година, прв пат по монетарното осамостојување, годишната инфлација беше сведена на едноцифрено ниво од 9% и девизниот курс беше стабилен околу нивото од 26 денари за една германска марка.

²⁷⁵ Во теоријата, како голем фискален напор се смета намалувањето на буџетскиот дефицит, исказан како процент од БДП, за најмалку 1.5 процентни поени во текот на две години, при што во ниту една година не треба да дојде до пораст на дефицитот. Во текот на две години (1993-1995), Македонија го намали буџетскиот дефицит за импресивни 12.2 процентни поени. Со тоа, фискалната консолидација во Македонија може да се спореди со позначајните фискални контракции во поново време.

Табела 1-5. Основни макроекономски индикатори во периодот 1992-1995 година

Индикатори	1992	1993	1994	1995
Производство	-6.6	-7.5	-1.8	-1.1
Невработеност	26.2	27.7	30.0	35.6
Тековна сметка	-3.9	0.6	-4.7	-4.8

Извор: НБРМ (изразени во проценти).

Главните заклучоци кои се изведоа од стабилизационата политика во овој период беа: (1) Стабилизационата политика во овој период се водеше во исклучително неповолни внатрешни и надворешни околности, започнувајќи од неадекватната институционална инфраструктура, сè до негативните екстерни шокови кои константно ја погодуваа економијата; (2) Стратегијата на монетарно таргетирање резултираше во суцесивна дезинфлација и едноцифрена стапка на инфлација на крајот на 1995 година; и (3) Стабилизационата политика повлече и значителни дезинфлациски трошоци, како: опаѓање на производството, пораст на невработеноста и екстерна нерамнотежа.

Во октомври 1995 година, се премина кон втората стабилизациона фаза, а тоа беше напуштање на стратегијата на монетарно таргетирање и прифаќање на стратегијата на таргетирање на девизниот курс, при што денарот беше фиксиран за германската марка во соодност 1 германска марка за 27 денари. Во овој период немаше усвојување на некоја официјална антиинфлациона програма, туку се продолжи со примената на претходните рестриктивни макроекономски политики кои очигледно ги даваа посакуваните резултати и стабилизациони ефекти.

Основното оправдување на таргетирањето на девизниот курс се наоѓа во настојувањето, преку врзување на домашната валута за некоја традиционално стабилна валута, да се увезе кредибилитетот на монетарната политика од земјата со цврста валута. Имено, преку врзувањето на денарот со германската марка, монетарната политика оствари решителен чекор кон осигурување на ниска стапка на инфлација, која практично се поистоветува со стабилноста на цените и на тој начин ѝ даде јасен сигнал на јавноста дека е цврсто решена да се придржува кон дисциплинирана, прудентна и неинфлаторна политика.

Оваа стратегија овозможи натамошно редуцирање на инфлацијата и нејзино одржување на ниско и едноцифрено ниво. Имено, на крајот на првата година од употребата на оваа стратегија, стапката на инфлација беше сведена на -0.6%, а и во текот на следните години стапката на инфлација продолжи да се одржува на ниско

ниво. Оттука, стратегијата на таргетирање на девизниот курс даде позитивен ефект во поглед на стабилноста на цените и стабилноста на денарот, а подоцна и во стабилноста на еврото како номинално сидро. Меѓутоа, кредибилитетот на монетарната политика немаше да бидевозможен без прудентна и дисциплинирана фискална политика, која во овој период придонесе до значително намалување на буџетските расходи кои од 24.2% во 1996 година се намалија на 21.9% во 1998 година, со исклучок на 2001 и 2002 година, кога поради воениот конфликт со Косово, буџетските расходи се зголемија на 29.4% во 2002 година. Генерално, фискалната политика беше дисциплинирана, буџетот се одржување во рамнотежа (освен 2001 година), јавните расходи се одржуваа на ниво што обезбедуваше ефикасна контрола врз агрегатната побарувачка. Покрај тоа, фискалната политика покажа и директна финансиска поддршка на монетарната политика со тоа што постојано пренесуваше големи износи на посебна сметка кај Централната банка (од 600 милиони денари во 1997 година до преку 1,2 милијарда денари во 1996 и 1998 година).

Од аспект на политиката на плати и наемнини, со цел да се спречи инфлаторната спирала преку зголемување на наемнините и платите, контролата на наемнините и платите во државните претпријатија и во јавниот сектор продолжи и во овој период заедно со контролата на цените на определени производи. Така, во 1997 година, се донесе закон кој предвидуваше замрзнување на наемнините на државниот и приватниот сектор на ниво пред јулската девалвација на денарот, со основна намера избегнување на прогресивен пораст на наемнините кој би ја поткопал делотворноста на оваа мерка на економската политика и би ја нарушил стабилизационата политика.

Оттука, можеме да согледаме дека **стабилизационата политика во втората фаза, од сите аспекти и мерки, имаше навистина успешен ефект во соборувањето на инфлацијата и стабилизирањето на македонската економија.** Сепак, од друга страна, анализирајќи ги нејзините ефекти врз реалните варијабли, ниту оваа стратегија не успеа да даде позитивни резултати во поглед на невработеноста и надворешната нерамнотежа – проблемите со кои долгорочно се соочуваше македонската економија. Позитивен тренд се забележа само во движењето на производството кое по толку години пад во производството, започна да бележи позитивни стапки на раст.

Табела 2-5. Основни макроекономски индикатори во периодот 1996-2002 година

Индикатори	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Производство	1.2	1.4	3.4	4.3	4.5	-4.5	0.7
Невработеност	31.9	36.0	34.5	32.4	32.2	30.5	31.9
Тековна сметка	-6.3	-7.2	-8.7	-3.0	-3.1	-8.6	-8.7

Извор: Министерство за финансии, Билтен 5-6, 2003; Народна банка на Македонија, разни публикации.

Оценките кои ѝ се припишаа на втората стабилизациона фаза можат да се сумираат на следниот начин:²⁷⁶

- Стабилизационата политика продолжи да се води во неповолни услови (на пример, напади врз Југославија во 1999 година, војната во Македонија во 2001);
- Во поглед на комбинирањето со останатите политики, стабилизационата политика во втората фаза беше далеку поконзистентна во однос на првата, односно монетарната политика уживаше полна поддршка од фискалната политика и политиката на наемнините;
- Стратегијата на таргетирање на девизниот курс придонесе до натамошно соборување на инфлацијата и нејзино одржување на ниско ниво;
- За разлика од првата фаза, кога имавме значителни дезинфлациски трошоци, во оваа фаза дојдоа до израз придобивките од стабилноста на цените преку постепено заживување на стопанската активност, враќање на оптимизмот кај граѓаните и зајакнување на довербата во носителите на економската политика.

5.1.4 Улогата на ММФ и другите меѓународни институции во стабилизационата политика

Меѓународните финансиски институции, а особено ММФ, одиграа активна улога во макроекономската стабилизација во Македонија. Притоа, поддршката се состоеше како во конкретни финансиски аранжмани, така и во давање совети и техничка помош во конципирањето и спроведувањето на макроекономските политики. Од односите со меѓународните институции, по својот обем и квалитет,

²⁷⁶ Петрески, Г. (2005). Монетарната политика: Теорија и искуство на Македонија, Скопје, Здружение за социо-економски развој.

најзначајно место заземаат односите со Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) и Светската банка.

Табела 3-5. Финансиски аранжмани со ММФ и Светска банка

ВИД НА АРАНЖМАН	Датум на склучување договор	Одобрен износ во САД долари*	Искористен износ во САД долари*
ММФ			
1 STF	14.02.1994	30.896.784,00	30.896.784,00
2 Stand – by	10.05.1995	27.782.187,00	27.782.187,00
3 ESAF	18.04.1997	33.987.707,00	33.987.707,00
4 CCFF	09.08.1999	17.167.648,00	17.167.648,00
5 EFF	29.11.2000	1.430.637,00	1.430.637,00
6 PRGF	29.11.2000	2.145.956,00	2.145.956,00
ВКУПНО		113.410.919,00	113.410.919,00
СВЕТСКА БАНКА			
1 IBRD		195.477.164,00	119.314.836,00
ERL	14.02.1994	40.000.000,00	40.000.000,00
SAL	12.05.1997	19.250.763,00	19.250.763,00
FESAL II	15.12.2000	30.310.000,00	6.310.000,00
Останати проекти и заеми		105.916.401,00	53.754.073,00
2 IDA		282.388.379,00	244.396.239,00
ERL	14.02.1994	36.129.303,00	36.129.303,00
FESAC	27.06.1995	68.147.340,00	68.147.340,00
SRTAP социјални реформи	– 27.06.1995	11.107.147,00	11.107.147,00
SAL	12.05.1997	25.664.264,00	25.664.264,00
FESAL II	15.12.2000	18.936.738,00	3.737.514,00
TTFS	10.01.2001	8.720.866,00	522.502,00
Останати проекти и заеми		113.682.721,00	99.088.169,00
ВКУПНО		477.865.543,00	363.711.075,00

Забелешка: Sprema курсот на доларот на ден 30.6.2001 година, Скопје.

Извор: Наумовска А., Давидовска Б. и Гоцков Ѓ. (2002), „Македонската економија во десетгодишниот период на монетарна самостојност”, Економски истражувања, Број 3, НБРМ, Скопје, стр. 46, Табела 1.

Според горенаведените податоци, Македонија заклучно со 31.12.2001 година има склучено вкупно шест финансиски аранжмани. Првиот аранжман беше склучен на почетокот на 1994 година и имаше за цел да овозможи поддршка во реализацијата на Економската програма за макроекономска стабилизација и економски реформи во Македонија. Овој аранжман е познат како **STF (Systematic Transformation Facility)** и претставува временна финансиска помош за земјите - членки на ММФ кои се соочуваат со проблеми во билансот на плаќање кои произлегуваат од нарушувањата во нивната традиционална надворешна трговија и меѓународните плаќања при преориентацијата кон пазарното стопанство.

Вториот аранжман беше во мај 1995 година заедно со втората транша од STF кредитот и беше 13 - месечен **Stand-by** аранжман наменет за поддршка на стабилизационата политика и за интензивирање на структурните реформи во Македонија. Со цел да се поддржи програмата за економски реформи (1997-1999 година), во април 1997 година ММФ ѝ одобри **ESAF (Enhanced Structural Adjustment Facility)** аранжман со траење од три години.²⁷⁷ Овој заем требаше да се користи во шест транши, но беа искористени само три транши, бидејќи во 1999 година беше откажан.

Парламентарните избори во ноември 1998 година и Косовската криза во 1999 година, имаа негативно влијание врз резултатите на политиките и реформите предвидени до ESAF аранжманот во 1998 година. Имено, поради намалувањето на приходите од извоз, како последица на кризата со Косово и екстерниот шок, а во услови на неможност за склучување на нов stand-by аранжман, како ефикасна замена на ESAF на Македонија ѝ беше одобрен **CCFF (Compensatory and Contingency Financing Facility)**. Основната цел на овие средства беше да се компензира привремениот пад во извозот на стоки и услуги како последица на екстерниот шок. Поради потребата да се обезбеди поддршка на среднорочната економска програма за намалување на сиромаштијата и постигнување на брз економски пораст, преку одржување на макроекономска стабилност и забрзување на структурните реформи, во

²⁷⁷ Република Македонија стана членка на ММФ на 14.12.1992 година. Имено, ESAF се концесиони средства на ММФ за помош на земјите - членки кои спроведуваат програми за економски реформи за подобрување на билансот на плаќање и развојните можности на земјата. Овие заеми имаат каматна стапка од 0.5% на годишна основа, рок на доспевање над 10 години и грејс - период од 5 години и 6 месеци.

ноември 2000 година ММФ одобри два финансиски аранжмани: EFT²⁷⁸ (Extended Fund Facility) и PRGF²⁷⁹ (Poverty Reduction and Growth Facility).²⁸⁰

Во односите со Меѓународната банка за обнова и развој (IBRD) и Меѓународното здружение за развој (IDA), Македонија заклучно со 31.12.2001 година има склучено вкупно 19 аранжмани. Најголем дел од овие аранжмани се однесуваат на конкретни проекти од различни сектори во економијата (транспортен сектор, приватен сектор, електростопанство, здравство, социјален сектор, образование, земјоделство, итн.) и претставуваат значајна поддршка на развојот, реконструкцијата и модернизацијата на одделните сектори. Особено се истакнуваат аранжманите со Светска банка за поддршка на спроведувањето на макроекономските политики во Македонија, а тоа се: **ERL (Economic Recovery Loan)**, **FESAC (Financial and Enterprise Sector Adjustment Credit)**, **SAL (Structural Adjustment Loan)** и **FESAL II (Financial and Enterprise Sector Adjustment Loan)**.

Во февруари 1994 година, се одобрија средствата од **Заемот за економско заживување (ERL)** кои беа главно наменети за поддршка на реструктурирањето на економијата и тоа во следните области: структурни реформи – реформи во банкарскиот сектор и негова приватизација; реструктурирање на претпријатијата и развој на приватниот сектор; и либерализација на пазарот на работна сила и прилагодување на системот за социјална заштита. Во јуни 1995 година се одобри **Кредитот за прилагодување на финансискиот сектор и претпријатијата (FESAC)** со основна намена надминување на четирите основни пречки во спроведувањето на структурните реформи: проблемот со големите загубари, бавниот тек на процесот на приватизација, неликвидноста на банкарскиот систем и негативните ефекти на реформите врз вработеноста.

Стимулирањето на економскиот раст преку развој на надворешната трговија и земјоделството беше остварено со **Заемот за структурно прилагодување (SAL)**. Тој во својата програма опфаќаше: макроекономска рамка и структурни реформи (приватизација на општествените претпријатија во земјоделскиот сектор и завршување

²⁷⁸ EFF се одобрува за поддршка на среднорочни програми за надминување на проблемите во билансот на плаќањепредизвикани од макроекономски пореметувања и структурни реформи.

²⁷⁹ PRGF се концесиони или нискокаматни кредити кои се наменети за нискоходовните земји - членки на ММФ, кои се одобруваат врз основа на Документ со стратегија за намалување на сиромаштијата, подготвен од соодветната земја.

²⁸⁰ Поради влошените економски услови предизвикани од воената криза во 2001 година, при крајот на 2001 година финансиските аранжмани EEF и PRGF со ММФ беа прекинати, а во првиот квартал од 2002 година се премина на Staff-minoring програма.

на приватизацијата на индустриските и трговските претпријатија, намалување на контролата на цените во земјотелството и либерализација на надворешнотрговскиот режим. Главната цел на FESAL-II аранжманот беше поддршка на програмата на Владата за реформа на финансискиот сектор и секторот на претпријатијата преку: унапредување на приватниот сектор и решавање на проблемот со претпријатијата; заздравување на банкарскиот сектор и подобрување на квалитетот на банкарското посредување, кои значително го забавуваат развојот на приватниот сектор.

Република Македонија спаѓа во групата на земји во транзиција со најинтензивни односи со ММФ и Светска банка. Таа соработка со овие институции имаше повеќестрана корист за Република Македонија. **Прво**, со помош на аранжманите во изминатите години се решаваа **проблемите кои произлегуваа од дефицитот во платниот биланс**. (Познато е дека во Македонија, додека беше во рамките на СФРЈ, се изградија бројни стопански капацитети кои работат на база на увезени сировини и таа состојба ќе не следи низ една подолга временска перспектива, додека не се реструктурира стопанството и не се доведе македонската економија во рамнотежен платен биланс).

Аранжманите со овие институции овозможуваат да се добијат и други значителни средства во форма на подароци или „меки“ заеми од развиените земји, наменети за поддршка на платниот биланс, а кои тие земји ги врзуваат со постоењето аранжман на Република Македонија со ММФ. Во тој поглед, аранжманите со ММФ²⁸¹ и Светска банка значително помогнаа да се регулираат односите со Парискиот и со Лондонскиот клуб. Покрај тоа, тие помогнаа во периодот од осамостојувањето до крајот на 2001 година Република Македонија да врати 713,8 милиони долари долгови кон странските

²⁸¹ Меѓународниот монетарен фонд беше првенствено формиран во рамките на Бретонвудскиот систем (во местото-Bretton Woods, New Hampshire, 1944) со цел да им помогне на земјите кои имаат платно-билансни проблеми и да се одржи фиксниот девизен курс, преку давање заем на дефицитни земји. Имено, со колапсот на Бретонвудскиот систем на фиксни девизни курсеви во 1971 год. (во кои американскиот долар беше врзан за златото или 1\$=35унца злато) ММФ има нова улога. Имено, ММФ продолжува да функционира како колектор на податоци и да обезбедува техничка помош на своите земји-членки. Исто така, ММФ прекина да го охрабрува одржувањето на фиксните девизни курсеви и значително ја зголеми својата улога на **меѓународен кредитор во крајна инстанца (International lender of last resort)**. Оваа улога првенствено се појави во 1980 год. за време на должничката криза (“third-world debt crisis”) кога ММФ помогна многу земји во развој да ги вратат своите долгови. Меѓународниот монетарен фонд е меѓународна финансиска институција која е креирана да промовира меѓународна соработка, да одржува девизна стабилност, да го унапредува економскиот растеж и високото ниво на вработеност и да обезбедува привремена финансиска поддршка за земјите - членки со цел да го олесни прилагодувањето на платниот биланс. ММФ делува заедно со Меѓународната банка за обнова и развој, со цел воспоставување на стабилен систем на односи. Денес брои 188 земји - членки и вредно работи кон остварување на главната цел – зајакнување на улогата на ММФ како чувар на системската стабилност. Повеќе види магистерски труд на Василка Габер (2010): „Фискалната политика во услови на финансиска криза”, Глава 2, стр. 55 – 60, Скопје.

доверители. **Второ**, склучените аранжмани и исполнувањето на т.н. критериуми за извршување помогнаа за дисциплинирано однесување на сите релевантни субјекти во реализацијата на економската политика и како резултат на тоа, постигнување трајна макроекономска стабилност како предуслов за одржлив стопански раст.

Имено, придонесот на ММФ се состои во тоа што оваа институција спроведува надзор врз адекватноста на економската политика што ја води земјата – улога која во поново време зазема централно место во активностите на ММФ (Guitián, 1992, IMF, 1998a). **Трето, техничката помош** што ја дадоа овие две институции во годините што следуваа по осамостојувањето е драгоценост. **Четврто**, приливот на капитал од овие институции имаше голема важност во **зајакнувањето на екстерната позиција на земјата**. **Најпосле**, финансиската поддршка имаше пресудно значење во олеснувањето на пристапот на Македонија кај другите меѓународни (официјални и приватни) извори на финансирање, преку зголемување на кредибилитетот на институциите, а и генерално на самата земја.²⁸²

Република Македонија и денес активно соработува со ММФ и другите меѓународни институции. Потврда за тоа се финансиските средства од ММФ и останатите институции во рамките на глобалната економска криза, кои значително придонесоа кон неутрализирање на негативните последици врз реалниот сектор. Последниот аранжман кој ММФ го ѝ одобри на Република Македонија **беше тригодишниот Stand-by аранжман** како поддршка на тригодишната економска програма на земјата. Овој аранжман беше **одобрен во август 2005 година, а заврши во август 2008 година**, а неговата вкупна вредност беше 51,7 милиони СПВ (околу 75,8 милиони долари), што претставува 75% од квотата.

5.2 Актуелната поставеност на координацијата на монетарната и фискалната политика

5.2.1 Институционални решенија, цели, инструменти и ограничувања на координацијата

Основните цели на монетарната и фискалната политика се однесуваат на постигнувањето на стабилен и неинфлаторен економски раст. Остварувањето на стабилно ниво на цени и одржлив економски раст зависи од степенот на координација

²⁸² Механизмот на „позајмување“ на кредибилитет од ММФ е особено значаен за земјите во кои не само централната банка, туку и сите институции на власта имаат низок кредибилитет и во кои се ограничени традиционалните можности за стекнување кредибилитет (Cottarelli and Giannini, 1998).

помеѓу монетарната и фискалната политика. Ефективното имплементирање на монетарните и фискалните политики бара силна координација помеѓу соодветните носители на политиките. Основните инструменти на фискалната политика за остварување на целите на фискалната политика се: оданочувањето и јавните расходи. Резултатите од примената на овие инструменти се согледуваат во појава на буџетско салдо (дефицит или суфицит). Оттука, целокупната фискална активност е сумирана преку видот и нивото на буџетско салдо. Спротивно на ова, изборот на инструменти на монетарната политика зависи од нивото на финансиски развој на една земја. Додека каматната стапка е клучна променлива во целосно развиените финансиски пазари, примарните пари се клучен оперативен таргет во комбинација со стапката на раст на пошироката парична маса како интермедијарен таргет во помалку развиените финансиски пазари.²⁸³

Според правилото на Tinbergen, со цел да се реализираат целите на монетарната и фискалната политика, бројот на инструменти на одделна политика треба да биде најмалку еднаков на бројот на целите на таа политика. Оттука, станува јасно дека остварувањето на клучните макроекономски цели како стабилноста на цени и полна вработеност (намалување на невработеноста) повлекува примена на најмалку два инструменти за нивна реализација.²⁸⁴

При анализа на координацијата на монетарната и фискалната политика, економистите со цел да ги поедностават истражувањата користат буџетско салдо и каматна стапка (примарните пари), како два клучни инструменти на политиките за остварување на клучните таргети на политиките. Притоа, и монетарната и фискалната политика се соочуваат со одредени ограничувања кои мора да се земат предвид при креирањето и имплементирањето на политиките.²⁸⁵

²⁸³ Fiscal and monetary coordination in the WAMZ: Implications for member states performance on the convergence criteria, West African Monetary Institute (WAMI), WAMI Occasional Paper Series Vol.1 No. 4, ACCRA, GHANA, December, 2013, p. 14-17.

²⁸⁴ Tinbergen, J. (1952). On the Theory of economic policy, Amsterdam: North Holland, p.40.

²⁸⁵ Ограничувањата со кои се соочуваат монетарната и фискалната политика се детално обработени во Глава 3.

Оттука, координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика е насочена кон остварување на следните **заеднички цели:**²⁸⁶

- Поставување на конзистентни и заеднички договорени цели на монетарната и фискалната политика, со цел да се постигне неинфлаторен и стабилен економски раст.
- Олеснување на имплементацијата на одлуките на монетарната и фискалната политика во насока на остварување на поставените цели преку заедничка поддршка, размена на информации и корисни дискусии.
- Принудување на монетарните и фискалните власти за примена на одржливи политики.

Од правен аспект, координацијата на фискалната и монетарната политика во Република Македонија се одвива на неколку начини. Генерално, постапката на одговорност на фискалната и монетарната власт пред Парламентот се постигнува преку доставување годишни извештаи и редовно известување за определени прашања поврзани со монетарната и фискалната политика. На овој начин, се воспоставува контрола, но и соработка меѓу Парламентот и носителите на овие две значајни економски политики, што е многу значајно во остварувањето на макроекономска стабилност како основа за економски развој. Овој тип на неформална контрола на носителите на економските политики е присутна во сите развиени земји. Согласно законските прописи, сите членови на Советот на НБРМ се одговорни пред Парламентот за стабилноста на цени и остварувањето на задачите на монетарната политика.

Гувернерот, по сопствена иницијатива или на барање на Парламентот може да се обрати пред пратениците во врска со прашања од монетарната политика и финансискиот систем во државата. Иако не е законски обврзан, гувернерот по сопствена иницијатива или на покана може да се обрати пред важни комисии во Парламентот, најчесто пред Комисијата за финансирање и буџет, за да ги образложи целите на монетарната политика во наредната година, како и проекциите на Централната банка за движењата во економијата. Имено, НБРМ најчесто доставува

²⁸⁶ Arby, M. F. and Hanif, M. N. (2010), Monetary and Fiscal Policies Coordination: Pakistan's Experience, *SBP Research Bulletin*, Volume 6, No. 1, p. 4.

свои мислења по предлог - законски решенија од областа на монетарната, девизната и политиката на девизен курс.

За разлика од Централната банка, Министерството за финансии е одговорно за составување на буџетот на државата, Управата за јавни приходи и Царинската управа на Република Македонија се одговорни за собирање на јавните приходи, а Министерството за финансии за распределување на јавните расходи по институциите. Министерот за финансии го образложува и го брани предлог-буџетот во Парламентот и на различни парламентарни комисии. Министерството за финансии управува со јавниот долг и го следи степенот на задолженост на државата.²⁸⁷

Со цел да се оствари подобра координација на макроекономските политики во државата, НБРМ соработува со извршната власт како носител на фискалната политика на неколку начини:

1. **Владата и НБРМ заеднички го утврдуваат режимот на девизен курс**, што е законски утврден. Ова е од особено значење со оглед на тоа што монетарната стратегија во Македонија е таргетирање на девизниот курс.
2. **НБРМ врши работи на фискален агент на Владата**, при што меѓу другото ги спроведува аукциите на државни записи, кои се главен инструмент на Владата за домашно задолжување. Покрај тоа, значајна функција претставува и издавањето на државни обврзници како оние за денационализација и за други селективни намени.
3. **Владата, застапувана од претставник на Министерството за финансии, учествува на координативни состаноци во НБРМ при проектирањето на ликвидноста во економијата и одлучување на мерките што треба да се преземат во зависност од однесувањето на монетарната и фискалната политика.** Ликвидноста се проектира на неделна основа на состаноците за дневно планирање на ликвидноста, при што се вклучуваат и информации за очекуваното движење на автономните фактори на ликвидност. Исто така, влијанието на движењето на депозитите на државата се проектираат во соработка меѓу Министерството за финансии и НБРМ. Имено, секторот за Трезорско работење во рамки на Министерството за финансии изготвува

²⁸⁷ Закон за Народна банка на Република Македонија, член 7, „Службен весник на Република Македонија” бр. 158/2010 година, Скопје.

самостојни проекции за движењето на приходите и расходите на буџетот, што е значајно за ликвидноста во земјата.

4. **Гувернерот и министерот за финансии редовно се среќаваат за да дискутират за прашања од фискалната и монетарната политика.**
5. **НБРМ ја информира Владата за средства примени во НБРМ по кои било основи, како и за движењата во платниот биланс и надворешната позиција на државата.**
6. **Владата се консултира со НБРМ при подготвувањето легислатива која се однесува на прашања од областа на целите, задачите и надлежностите на НБРМ.**
7. **Од август 2007 година, гувернерот е член на владиниот Економски совет, кој претставува координативно тело предводено од претседателот на Владата, а во чија работа учествуваат сите министри и директори на државни агенции со економско портфолио, како и неколку надворешни економски советници.** Улогата и учеството на гувернерот во едно вакво владино тело е информативна во двете насоки, односно, Централната банка е информирана за економските проекти што ги презема извршната власт, дозволувајќи можност за оценка на фискалните ефекти врз економијата и монетарната политика, а од друга страна гувернерот ја информира Владата за мерките на монетарната политика и проценките на НБРМ за движењата во македонската економија.

Во последната декада, поконкретно во изминативе три години, фискалната политика беше таа што ја имаше доминантната улога во водењето на економската политика, додека монетарната политика презеде акомодативна улога. Во најголем број случаи, како причина за постоење на некоординираност помеѓу монетарната и фискалната политика се нагласува посветеноста кон остварување на сопствените цели, без притоа да се води сметка за последиците врз другите макроекономски политики. Периодите на послаба координација завршиле со пораст на каматните стапки, зголемување на дефицитот на тековната сметка од платниот биланс, притисок врз девизниот курс, дестимулирање на инвестициите, намалување на девизните резерви како одбранбено оружје на монетарната стратегија, и на крај, пониски стапки на економски раст.

5.3 Фискалната политика од 2006 година па наваму

Започнувајќи од 1995 година па сè до 2007 година, фискалната политика се водеше дисциплинирано, прудентно и стабилно, со мали промени во даночните стапки на одредени потрошувачки стоки. Позначајна промена во даночниот систем се случи во 2007 година со воведувањето на пропорционален данок на ниво од 10% како и данокот на добивка, со што се намали учеството на персоналниот данок на доход и учеството на данокот на добивка во вкупните приходи. Целта на овој данок беше да се намали даночната евазија и сивата економија и да се стимулираат граѓаните легално да ги пријавуваат своите даночни обврски. Голем придонес кон ова имаше и зајакнатата даночна контрола и зголемените казни за неплаќање. Предност на овој данок претставува едноставноста во однос на пресметувањето на данокот. Статистичките анализи покажуваат дека, почнувајќи од 2007 година, кога започна да се применува пропорционален данок, се зголемил бројот на даночните обврзници, како и бројот на даночните пријави што се поднесуваат. Согласно со статистичките податоци од Управата за јавни приходи на Република Македонија, бројот на даночни пријави за персоналниот данок на доход изнесува 19.447 даночни пријави во 2006 година, за да достигне бројка од 160.293 во 2010 година, односно 174.032 во 2011 година. Околу 177.000 годишни даночни пријави за персонален данок од доход биле поднесени во Управата за јавни приходи во законскиот рок, до 15 март 2013 година.²⁸⁸

Сепак, негативноста на овој данок се огледува во редистрибутивниот ефект на даночниот систем, при што даночниот товар како процент од сопствените примања е поголем кај поединците на долниот дел од доходовната скала, а помал кај поединците со поголеми примања. Ова теоретски се коси со принципот на правичност во оданочувањето. Покрај тоа, преку пропорционален данок, со примена на иста даночна стапка без оглед на висината на приходите на даночниот обврзник, државата се откажува од дополнителни средства кои би се слеале во државниот буџет. Гледано од инвестициски аспект, оваа поволна даночна клима, како и другите даночни бенефиции кои државата им ги нуди на странските инвеститори, се претпоставува дека треба да бидат магнет за привлекување на странски директни инвестиции, што се

²⁸⁸ <http://www.ujp.gov.mk/mk/naplata/category/1082>.

докажува преку бројните странски компании кои одлучија да инвестираат токму во Македонија и да ги искористат даночните бенефиции што ги нуди државата.²⁸⁹

Со реформирањето на даночниот систем се зголеми неговата транспарентност и се зајакна компаративноста во однос на останатите даночни системи на поразвиените економии. Исто така, се постигна неутралност во алокацијата на ресурсите, односно принцип на еднаков даночен третман на даночните обврзници според пазарни механизми. Сепак, во одредени периоди, даночниот систем треба да се усогласува со цикличните осцилации во економијата.

Покрај тоа, во последните години се пристапи кон намалување на даноците, зголемување на платите и надоместоците за социјална помош, како една од мерките за подобрување на даночната атрактивност за странските инвеститори, стимулирање на бизнисот, намалување на сивата економија и подобрување на конкурентноста на македонското стопанство. Данокот на нераспределена добивка е 0%, со цел да останат повеќе средства за реинвестирање на компаниите, отворање на нови работни места и зголемување на економскиот раст. ДДВ се намали од 18% на 5% за одредени стоки и услуги, како туристичките услуги, суровото масло за јадење итн.²⁹⁰ Просечната нетоплата на Македонија се зголеми за 61%. Платите во јавниот сектор во 2007 и 2008 година се зголемија за по 10%.²⁹¹

Покрај тоа, во 2009 година започна промена на даночната политика преку воведување на нови, пониски стапки на придонесите на екстрабуџетските фондови (Фонд за здравство, Фондот за пензиско и инвалидство осигурување и Агенцијата за вработување) кон нивно постепено намалување во следните четири години. Така, од 32% колку што изнесуваа социјалните придонеси во 2008 година, тие требаше да се намалат на 27,9% во 2009 година, потоа на 24,7% во 2010 година и конечно на 22% во 2011 година. Сепак, ненадејната финансиска криза ја принуди Владата да ја пролонгира оваа реформа до 2014 година.

Генерално, таквото намалување на даноците е корисно за економијата, бидејќи ја зголемува мотивацијата за работа и води до повисоко ниво на доход. Секако дека таквата мерка за намалување на даноците обично е пресретната со големо

²⁸⁹ Чавковска, Б. (2013). Воведување на рамен данок кај персоналниот данок на доход – придобивки или загуби за македонската економија?, Политичка мисла, Бр. 42, УДК 32, стр. 65-72.

²⁹⁰ http://www.ujp.gov.mk/mk/plakjanje/povlasteni_danocni_stapki

²⁹¹ Bezoska, A., Bogoev, J., Mitreska, A and Vojnovikj, M. (2011). Investigating the Cyclical Behavior of Fiscal Policy in the Republic of Macedonia during the Period of Transition, Croatia Economic Survey: Vol. 13: April: p. 57-104.

спротивставување од некои домашни економски експерти. Еден од популарните аргументи против намалувањето на даноците е тоа што таквата мерка без соодветно намалување во компонентата на трошоците ќе води кон идни буџетски дефицити, кои ќе се трансформираат во повисоки долгорочни каматни стапки и пониско ниво на доход. Сепак, фискалната позиција на земјата остана стабилна и отпорна на негативните сценарија од намалувањето на даночните стапки врз каматните стапки и нивото на доход.

1.3.1. Одржливост на политиката на дефицитно финансирање

Кога државата троши повеќе средства отколку што прибира со наплатата на даноците, таа има потреба од извори за финансирање на таквиот **буџетски дебаланс, односно буџетски дефицит**. Секако, прва опција е покачување на даноците; второ, позајмување средства на пазарот на капитал; и трето, емисија на пари. Со зголемувањето на даноците, државата ги намалува поттикнувањата на индивидуите и фирмите да работат, да штедат и да инвестираат, односно влијае врз намалување на агрегатната побарувачка. Задолжувањето пак, ја зголемува конкурентноста при побарување на капитални фондови, што придонесува каматните стапки да се зголемат и ултимативно доведува до истиснување (crowding out) на приватните позајмувачи. Последната алтернатива за финансирање се состои во печатење на пари, односно државата форсира инфлација која ги обезвреднува инвестициите преку зголемување на ризичната премија на долгорочните инвестиции.²⁹²

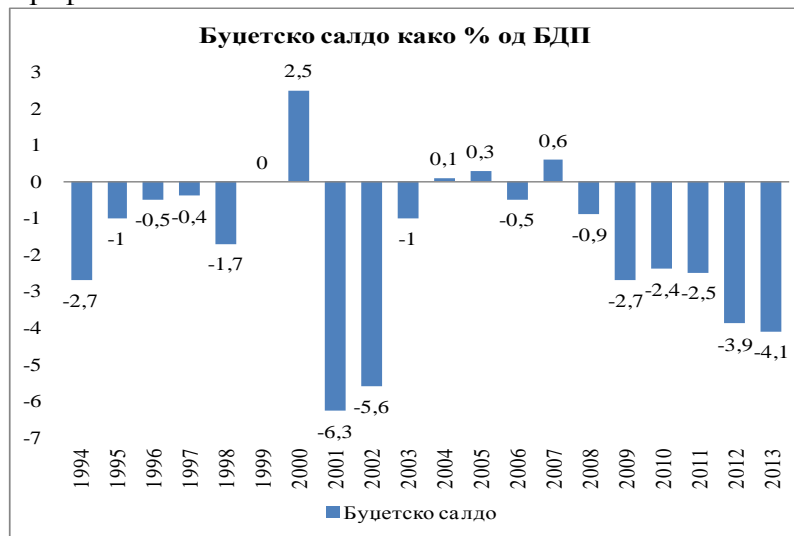
Финансирањето на јавните добра и услуги по пат на зголемување на буџетскиот дефицит се нарекува дефицитно финансирање. Овој тип на финансирање беше карактеристичен за Република Македонија во рамките на одделни кризни периоди, како воената криза од 2001 година и светската финансиска криза од 2008 година, и како таков доби континуитет и денес, со примарна цел заживување на стопанството и привлекување на странски директни инвестиции.

Буџетското салдо во периодот 2004-2013 година се карактеризираше со умерено движење проследено со повремени буџетски суфицити во 2004, 2005 и 2007 година, за веќе од 2008 година да заземе негативен тренд кој достигна ниво од 3,9% во 2012 година и 4,1 % од БДП во 2013 година. Една од причините за драстичниот пораст на

²⁹² Габер, С. и Габер, В. (2010). Начини за финансирање на буџетскиот дефицит, Годишен зборник 2010, Универзитет “Гоце Делчев”, 285-293.

дефицитот во 2012 година беше настанувањето на светската економска криза во 2007 година, како и должничката криза во Европа, што иницираше значително зголемување на јавните расходи за заживување на агрегатната побарувачка и заздравување на реалниот сектор. Тоа се реализираше преку фискалните пакет-мерки што ги примени Владата со цел да ги неутрализира негативните ефекти на кризата врз домашната економија и да избегне влошување на надворешната позиција на земјата.

Графикон 1-5.



Извор: Сопствени пресметки врз база на податоци од Министерство за финансии, НБРМ и Европската банка за обновување и развој.

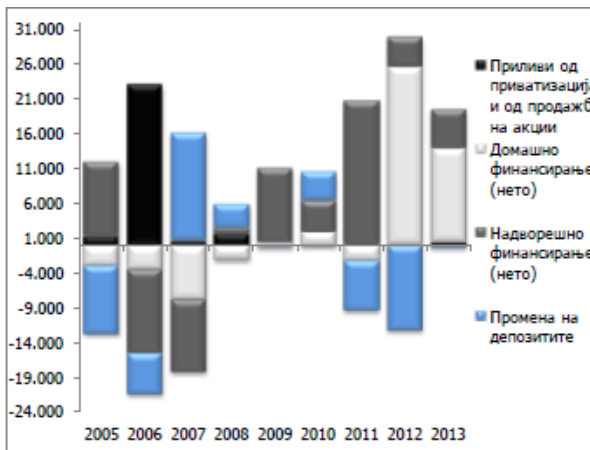
Фискалната политика во 2012 година беше контрациклична и насочена кон поддршка на домашната побарувачка. Буџетскиот дефицит претежно се финансираше со домашни средства преку задолжување на домашниот пазар со нови емисии на државни хартии од вредност, а помал дел од потребните приливи беше обезбеден преку задолжување во странство, што беше различно од првичниот план предвиден со Буџетот за 2012 година и неговиот ребаланс.²⁹³ Притоа, јавните финансии се соочија со големи предизвици во текот на годината. Така, во првата половина од годината приходите беа пониски од планираните. Тоа наметна потреба од надолна корекција на расходната страна со цел да се задржи таргетот за буџетски дефицит од 2,5%.²⁹⁴ Оттука, во јуни беше направен ребаланс на буџетот со којшто се изврши намалување на вкупните приходи за 4,6% и на вкупните расходи за 4,5%, во однос на првичниот план.

²⁹³ Во јули 2012 година државата се задолжи кај Дојче банк во износ од 75 милиони евра.

²⁹⁴ Измена и дополнување на Буџетот на Република Македонија за 2012 година, „Службен весник на Република Македонија” бр. 71/2012 од 7.6.2012 година.

Во 2012 година беше остварен буџетски дефицит од 3,9% од БДП, што претставува зголемување од 1,4 п.п. во споредба со претходната година. Посебно значајно е да се истакне дека во 2012 година, државата, покрај зголеменото задолжување преку записи на домашниот пазар (вкупното остварување на примарниот пазар на државни хартии од вредност во 2012 година изнесуваше 24,9%, види Графикон 3-5), премина кон значително задолжување преку долгорочни обврзници, при што со овој инструмент се обезбедија осумпати повеќе средства отколку во 2011 година.²⁹⁵ Во 2013 година буџетскиот дефицит достигна највисоко ниво во последните десет години и изнесуваше 4,1% од БДП. Со тоа се надмина планираното ниво од 3,5% од БДП со Буџетот за 2013 година, како и Мاستришкиот критериум од 3% од БДП, како предуслов за земјите кои претендираат да станат членки на ЕУ.²⁹⁶ Имено, порастот во најголема мера се должи на целосната отплата на заостанатите обврски од претходната година, како и зголемувањето на социјалните трансфери што придонесе Владата во ноември 2013 година да донесе ребаланс на Буџетот.²⁹⁷

Графикон 2-5.
Структура на финансирањето на буџетското салдо (милиони денари)



Графикон 3-5.
Издадени државни хартии од вредност на примарниот пазар на бруто-основа (процент од БДП)



Извор: Министерство за финансии и НБРМ.

Со донесениот ребаланс на расходната страна се предвидуваше прераспределба на средства во рамки на постојната маса на плати, обезбедување на дополнителни

²⁹⁵ Во 2012 година беа одржани 29 аукции на државни обврзници со рачност од 3 и 5 години и обем на остварување од 2,1% од БДП.

²⁹⁶ Годишен извештај на НБРМ 2013 година, стр. 26.

²⁹⁷ Со ребалансот на Буџетот се оствари зголемување на буџетските расходи за 0,9% и на вкупните буџетски расходи за 2% од БДП.

средства за Фондот за пензиско и инвалидско осигурување заради навремена исплата на пензиите и дополнителни средства за опремување лаборатории во високообразовните научни установи. Дефицитот во најголема мера се финансираше преку аукција на државни хартии од вредност, додека останатиот дел беше обезбеден од надворешни извори. На почетокот на оваа година беа остварени високи приливи врз основа на задолжување од странство кои во најголем дел беа искористени за отплаќање на втората еврообврзница од 2009 година во износ од 175 милиони евра, при што задолжувањето од странство оствари помало учество во финансирањето.²⁹⁸

Согласно проекциите на Буџетот за 2014 година, дефицитот првично се планираше на ниво од 3,5 %, но со ребалансот за 2014 година проекцијата се зголеми на ниво од 3,9% од БДП. Имено, целта на ребалансот е корекција на приходната и расходната страна заради одржување на фискалната дисциплина и довршување на планираните инфраструктурни проекти. Притоа, преку овој ребаланс се настојува да се обезбедат дополнителни 1,42 милијарди денари за изградба на Коридорот 10, односно автопатот Демир Капија – Смоквица, реалокација на средства помеѓу буџетските корисници во рамки на обезбедената маса на плати, обезбедување на дополнителни средства за Фондот за пензиско и инвалидско осигурување, социјални права, надминување на последиците од елементарни непогоди во општините и намалување на одредени позиции кај буџетските корисници кај кои е евидентирана забавена динамика на реализација или постигнување на одредени заштеди.²⁹⁹ Дополнително, предлог-буџетот за 2015 година го проектира дефицитот на ниво од 3,5% и претпоставува етапно фискално консолидирање со цел одржување на здрави јавни финансии и попродуктивна структура на расходите насочена кон пораст на капиталните инвестиции и зголемување на економскиот раст.

Од аспект на изворите за финансирање на дефицитот, во периодот од 2005-2013 година државата дефицитот главно го финансираше од надворешни извори³⁰⁰

²⁹⁸ Надворешните извори произлегуваат од заемот од Дојче банка во износ од 250 милиони обезбеден со гаранција заснована на политики на Светска банка и Првиот програмски заем одобрен од Светска банка за политиките насочени кон развој на конкурентноста во износ од 50 милиони долари.

²⁹⁹ Измени и дополнувања на Буџетот на Република Македонија за 2014 година, Министерство за финансии, стр.6.

³⁰⁰ По осамостојувањето, повеќе од една деценија отсутствуваше задолжувањето во домашна валута што можеше да придонесе за исцртување на безризична крива на принос како репер за каматните стапки на банките, а со тоа и можност за побрза трансмисија на монетарната политика преку овој канал. Објаснувањето на ова се должи на високите инфлации и девалвации во минатото кои создадоа недоверба во домашната валута којашто го оневозможуваше развојот на домашните финансиски пазари поради непостоењето на задолжувања на финансиските пазари во домашна валута, а особено на долг рок. Потврда за ова беа и сè уште се високиот степен на евроизација (штедење и задолжување деноминирано

(кредити од меѓународни институции) со исклучок на 2006 година кога средствата за финансирањето на дефицитот беа целосно обезбедени од домашни извори, односно од реализирање на приливи од приватизација (Графикон 2-5)³⁰¹ и од емисијата на државни хартии од вредност.³⁰² Она што може да се забележи во овој период е интензивното задолжување на државата преку издавање на домашни хартии од вредност кое достигна кулминација во 2012 и 2013 година, со вкупно учество на државните хартии од вредност на примарниот пазар од 25,1% и 22,4%, соодветно. Притоа, може да се забележи тенденцијата на државата да ја зголемува рочноста на државните хартии од вредност (ДХВ) деноминирани во денари, започнувајќи од 2004 година кога се изврши првата аукција на 3, 6 и 12-месечни државни записи, потоа првата емисија на ДХВ на 2 години во 2005 година³⁰³, емисијата на 3 - годишни ДХВ во 2006 година, емисијата на 5-годишни ДХВ во 2011 и последно емисијата на 10-годишни ДХВ од јануари 2014 година.

Предноста на овие емисии е во тоа што овозможуваат заживување на пазарот на ДХВ, поефикасно финансирање на буџетските потреби на краток и долг рок, намалување на трошоците за финансирање, оптимизација на исплатите, како и поттикнување на натамошниот развој на финансиските пазари во Република Македонија.³⁰⁴ Сепак, слабото влијание на овие мерки се објаснува со отсуството на странски институционални инвеститори на берзата и недоволната заинтересираност на домашните инвеститори.³⁰⁵ **Негативната страна** на интензивното задолжување преку пазарот на хартии од вредност произлегува од можноста за појава на истиснување на приватните инвестиции што настана за време на светската финансиска криза во 2009 година. Во овој контекст значајно е да се потенцира состојбата на пазарот на ДХВ за време на светската финансиска криза, што претставува добар пример за **ефектите на фискалната политика врз каматните стапки.**

во евра или индексирано во евра), краткиот рок на депозитите во банките и високите каматни стапки во услови на стабилен девизен курс и ниска инфлација повеќе од една деценија. Повеќе за ова види: Величковски, И. (2006). „Монетарна трансмисија преку каналот на каматни стапки и финансиски пазари во Македонија: што направивме, што остваривме и што научивме?“, НБРМ, септември, стр.15-17.

³⁰¹ Приходите од приватизацијата потекнуваа од продажбата на мнозинскиот капитал на ЕСМ кој обезбеди прилив по овој основ од 75% во вкупните приливи од приватизација, потоа приливите од продажбата на државниот капитал во АД Македонски телекомуникации, и приливите од банки и други институции.

³⁰² Годишен економски извештај 2008 година, Министерство за финансии, стр. 37.

³⁰³ Претходно, државата имаше издадено три обврзници деноминирани во денари коишто не беа наменети за редовно финансирање на буџетот, туку за решавање одредени проблеми во банкарскиот систем.

³⁰⁴ Фискална стратегија на Република Македонија, стр.33.

³⁰⁵ Квартален извештај на НБРМ, јули 2014, стр. 74.

Имено, зачетокот на економската криза во Македонија се случи во последниот квартал од 2008 год. и на почетокот од 2009 год. и придонесе за интензивно рецесивно движење предводено од падот на страната на извозот и агрегатната побарувачка. Министерството, поради пониските остварени приходи во буџетот, како и потребата за финансирање на тековните активности на буџетот, одлучи да настапи со интензивно задолжување на домашниот пазар на хартии од вредност со емисија на 1 (4 аукции од кои 2 во март и 2 во април) и 3 месечни државни записи, кои поради своите слични карактеристики со благајничките записи на НБРМ, ги придвижија каматните стапки нагоре во борбата за повеќе ликвидни средства на пазарот на пари. Во тој период побарувачката за државни хартии од вредност ја надмина понудата за 15% главно поради повисоката каматна стапка на државните записи кои се зголемија од 7% на крајот на 2008 година на 9% во првата половина на 2009 година.

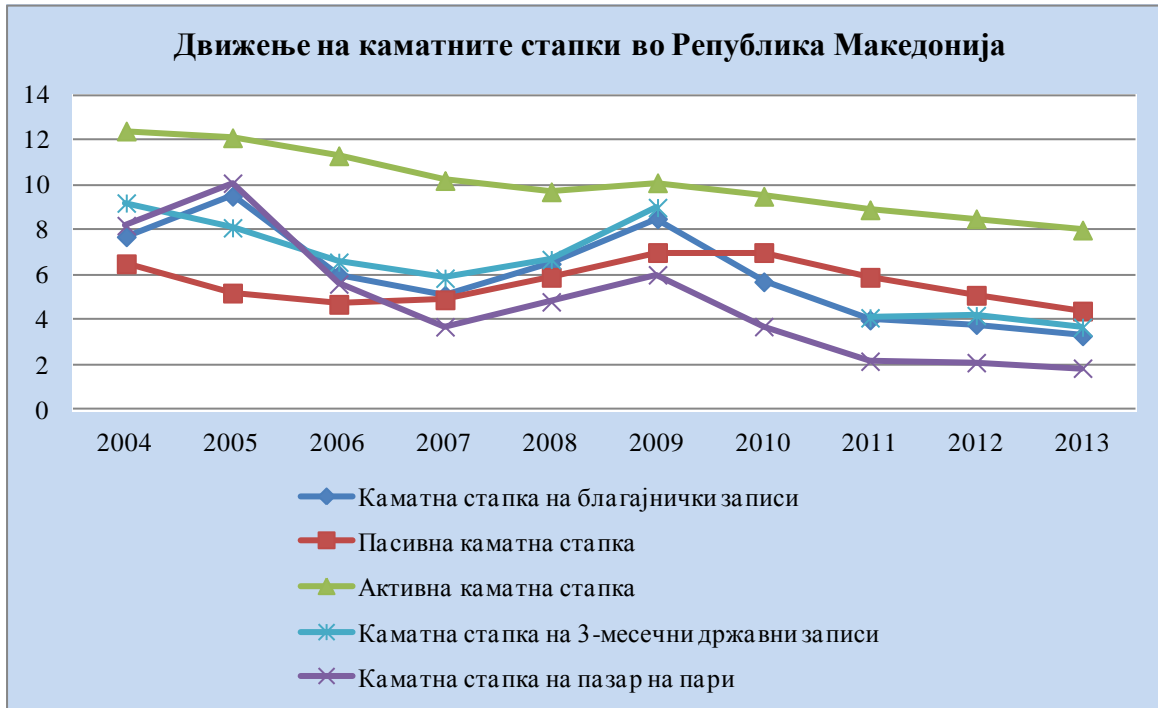
Оттука, монетарните власти соочени со трансферирањето на голема ликвидност во поатрактивните државни записи, драстичното губење на девизните резерви заради огромната побарувачка за девизи, како и притисокот за депресијација на девизниот курс поради експанзивната фискална политика, одговорија со значително покачување на каматната стапка на инструментот благајнички записи, што соодвествуваше со водење на рестриктивна монетарна политика. Таквата некоординирана политика помеѓу фискалната и монетарната власт се рефлектираше на домашните дефицитарни економски субјекти, кои беа принудени да се повлечат од пазарот на хартии од вредност поради нивното истиснување од страна на гломазната побарувачка на капитал од страна на државата. Неможноста да ѝ се конкурира на државата во побарувачката за капитал доведе до појава на „crowding out“ - ефектот, што резултираше со пониска вкупна ликвидност во реалниот сектор на економијата и економски раст.

Според ова, каматната стапка по која фискалните власти позајмуваат на домашниот пазар од банкарскиот сектор, има влијание врз каматната политика во земјата, влијае врз формирањето на вкупните домашни кредити, односно домашната нето - актива и редоследно врз паричната маса.³⁰⁶ Оттука, потребата од координација

³⁰⁶ Ефектот на истиснување (crowding out) настанува кога фискалната политика директно влијае врз агрегатната побарувачка преку нејзиниот инструмент на јавни расходи. Постојат директен и индиректен начин на истиснување на инвестициите на приватниот сектор. Првиот начин настанува во случај кога самата Влада со јавните расходи обезбедува добра и услуги кои ги заменуваат оние произведени од приватниот сектор, додека вториот начин се појавува преку каматните стапки и девизниот курс, што впрочем и се случи во 2009 година.

во поглед на емисијата на државни хартии од вредност и благајнички записи е повеќе од значајна (види Графикон 4-5).

Графикон 4-5.



*Од јануари 2010 година во серијата на пазар на пари се користени податоци за меѓубанкарската каматна стапка на пазарот на депозити МКДОНИА.

Извор: Министерство за финансии и НБРМ.

Конечно, врз основа на досегашната анализа на движењето на дефицитот може да се заклучи дека сегашното ниво на дефицит е одржливо и не ја загрозува фискалната одржливост, но доколку продолжи да се зголемува во иднина, може да придонесе кон загрозување на среднорочната одржливост на јавните финансии. Оттука, повеќе од потребно е преземање мерки за фискална консолидација во насока на намалување на дефицитот преку намалување на непродуктивните расходи и зголемување на попродуктивните и развојни капитални расходи што придонесуваат за повисок економски развој и фискална стабилност.

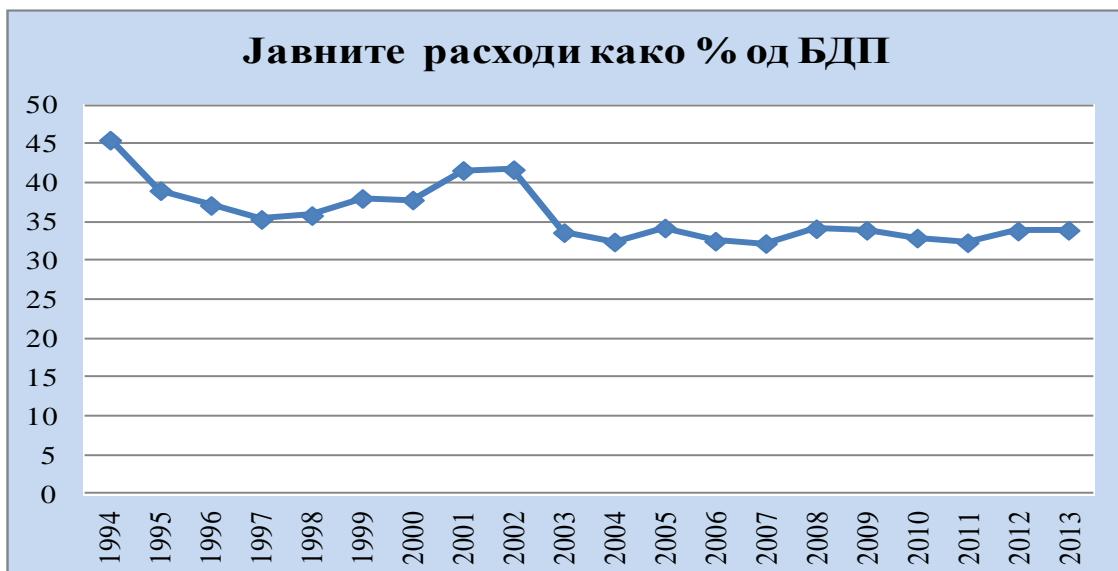
Особено корисна во оваа насока е одлуката на Владата за дисциплинирање на фискалната политика во Македонија преку законското уредување на фискалните правила кои се поистоветуваат со тие од Мастриските критериуми, што треба да придонесат кон водењето на прудентна фискална политика во функција на макроекономската стабилност и економскиот раст. Оттука, нивната ефикасна

имплементација и кредибилност треба да вклучува одреден степен на флексибилност преку клаузули за излез, како и автоматска корекција на отстапувањата од предвидените таргети со цел одржување на нивната првична намена – одржливост на јавниот долг и умерено ниво на буџетски дефицит.

5.3.2 Структурата на јавните расходи

Рестриктивната фискална политика што се водеше од 2003 година, доведе до намалување на јавните расходи на ниво од 32,2% во 2007 година. Во 2008 година, нивото на буџетски расходи се зголеми на 34,1%. Капиталните расходи забележаа висок раст од 46% во однос на претходната година, бележејќи рекордно ниво во износ од приближно 5% од БДП, односно учество од 14,3% во вкупните буџетски расходи.³⁰⁷ Во 2008 година, трансферите, исто така остварија висок раст, како последица на две појави: зголемувањето на пензиите и преминот на поголемиот дел од општините во втората фаза од фискалната децентрализација, што значеше пораст на трансферите на централниот буџет кон локалната власт во вид на дотации. Ова доведе до привидно намалување на расходите во ставката плати и надоместоци во буџетот на централната власт.

Графикон 5-5.



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија.

³⁰⁷ Врз основа на кварталната динамика во реализацијата на капиталните расходи, 55% од вкупните капитални расходи што беа евидентирани во 2008 година се реализираа во последниот квартал.

Слабата економската активност во 2009 година доведе до одржување на буџетските расходи речиси на исто ниво, токму поради потребата да се зголеми агрегатната побарувачка и да се подобри реалниот сектор, кој беше најпогоден од економската криза. Од аспект на структурата, се забележува дополнително зголемување на трансферите, и тоа по основ на пензии, паричен надоместок за невработени и социјална помош, како и трансферите кон локалната власт согласно напредокот на фискалната децентрализација. Покрај тоа, расходите за плати и надоместоци, исто така забележаа пораст, како резултат на зголемените плати во јавниот сектор за 10%, по вторпат, откако една година порано беа зголемени исто така за 10%.

Графикон 6-5.



Графикон 7-5.



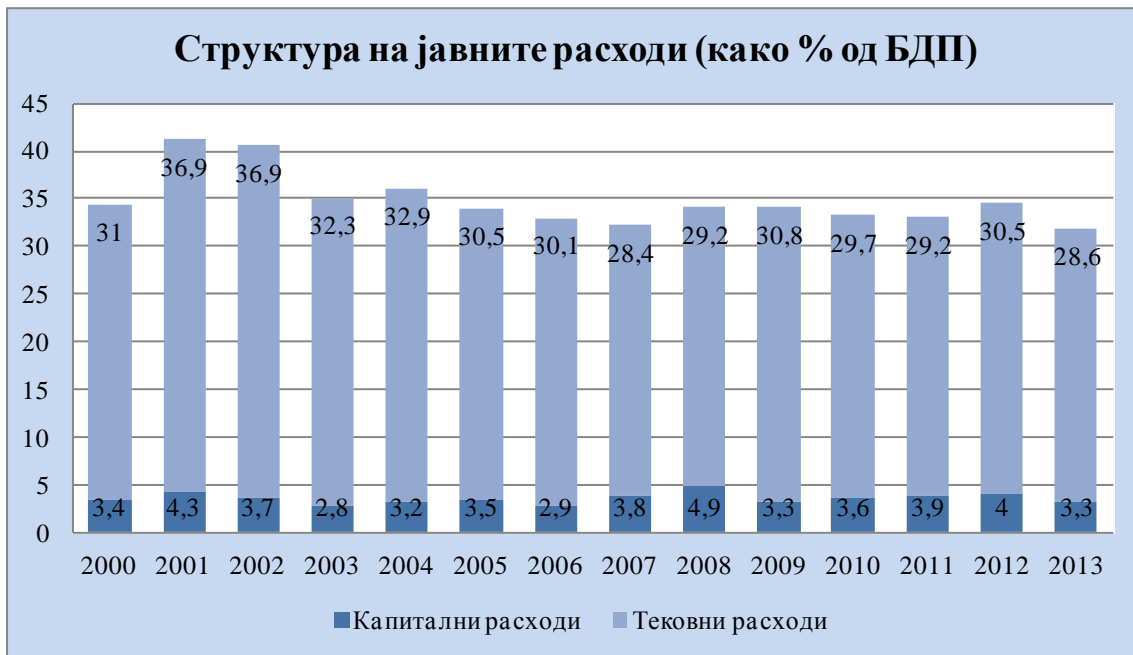
Извор: Министерство за финансии на Република Македонија, Фискална стратегија 2011-2013 и Фискална стратегија 2014-2016 година.

Меѓутоа, историски гледано, **структурата на јавните расходи има неповолен карактер**, токму поради релативно поголемото учество на тековните трошоци во однос на капиталните расходи. Така на пример, во 2006 година тековните расходи учествуваа со 91,2 % во вкупните расходи, а во 2011 и 2013 година изнесуваа 88,1% и 89,6%, соодветно. Од тековните расходи во 2006 година, 22,1% отпаѓаа на плати и надоместоци, 12,2% на стоки и услуги, 3% на исплата на камата и 53,2% на трансфери. Притоа, Владата за капитални инвестиции издвојуваше само 8,8% од вкупните расходи, или 2,6% од БДП. Во 2013 година, состојбата е малку променета, па за плати и расходи се издвоија 15,8% од тековните расходи, за стоки и услуги 10,4%, за камати 3,2% и за трансфери 70,6%. Капиталните расходи во 2011 и 2013 година достигнаа 11,9% и 10,4%, соодветно, односно 3,9% и 3,3 % од БДП, соодветно. Во расчленетата

структура на расходите, најголем процент во БДП имаат **трансферите**, особено оние кон Фондот за ПИОМ и Фондот за здравство (Графикон 6-5 и Графикон 7-5).

Големите трансфери кон фондовите се последица на долгогодишните проблеми кои настануваат при собирањето на приходите, односно придонесите, а се изразуваат преку намалување на бројот на вработените, пораст на бројот на пензионирани лица и лицата кои се баратели на здравствена заштита и социјална помош.

Графикон 8-5.



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија.

Од Графикон 9-5 може да се забележи дека умереното ниво на трансферите, како процент во БДП, се движи околу 20% во текот на целиот анализиран период, додека расходите за стоки и услуги се движат на умерено ниво од околу 5%, со исклучок на 2001 година кога изнесуваа 9% поради воениот конфликт и 6,4 % во 2002 година. Сепак, капиталните расходи, како клучни за привлекување на домашни и странски директни инвестиции и пораст на вработеноста, низ целиот период се движат на многу ниско ниво од околу 3,5-4%. Имено, нивото на постигнати капитални инвестиции е ниско за земја во развој која претендира да стане членка на ЕУ. Оттука, Владата како креатор на фискалната политика ги истакнува зголеменото ниво на јавни инвестиции, поттикнувањето на домашни инвестиции и привлекувањето на странски директни инвестиции како основни приоритети за остварување на економски развој и повисока конкурентност.

Карактеристики на сите влади во изминатиот период е нивната ориентираност кон зголемување на капиталните расходи, со оглед на фактот дека тековните расходи овозможуваат само непречено одвивање на активностите на јавната администрација и непродуктивност во поглед на поттикнувањето на економскиот раст.

Графикон 9-5.



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија и НБРМ.

Според ова, насоката на фискалната политика во Република Македонија треба да биде кон ставање на фискалната политика во функција на помагање и забрзување на економскиот раст преку постепено зголемување на капиталните расходи и намалување на непродуктивните тековни трошоци.

Во рамките на фискалната стратегија 2014-2016 година се наведува дека главен принцип врз кој ќе почива фискалната политика е почитувањето на буџетската дисциплина, што ќе овозможи одржување на ниско ниво на дефицит и јавен долг. Јавните инвестиции и натаму се приоритетна цел на фискалната политика. Имено, за следниот период е предвидено остварување на крупни инвестициски проекти во патната и железничката инфраструктура, во комуналната инфраструктура и енергетскиот сектор, во земјоделството и сл.³⁰⁸ Со тоа, фискалната политика и натаму ќе обезбедува поддршка на процесот на економско закрепнување на домашната економија. Сепак, вака поставената фискална политика главно е проследена со ризици

³⁰⁸ Годишен извештај на НБРМ, 2013 година, стр. 47.

коишто, исто како и кај монетарната политика, произлегуваат главно од надворешното окружување и неговото влијание врз домашната економска активност, потрошувачката и инвестициите, како и можноста за пристап до странските финансиски пазари.

5.3.3 Ефектот врз надворешната рамнотежа и девизниот курс

Република Македонија, како мала и отворена економија со фиксен девизен курс, ограничена либерализација на капиталот, евроизација на финансискиот систем и увозна зависност од странство, е многу сензитивна на промените на странските пазари и нивното влијание врз надворешната рамнотежа. Влијанието на фискалната политика врз платниот биланс и врз движењето на девизниот курс зависи од ризикот од неисполнување на обврските на државата, од степенот на отвореност на капиталната сметка на платниот биланс и од режимот на девизен курс. Во литературата е посветено големо внимание на поврзаноста помеѓу буџетскиот дефицит и дефицитот на тековната сметка, односно на **хипотезата на двоен дефицит** (twin deficit). Според оваа хипотеза, начинот на финансирање на дефицитот има значајно влијание врз салдото на тековната сметка. Ова главно произлегува од основниот **идентитет на национално штедење** според кој $NX = (S - I) + (T - G)$, односно **Буџетскиот дефицит = Штедење + Трговски дефицит - Инвестиции.**³⁰⁹

Оттука, кога економијата се наоѓа на ниво на потенцијален БДП или полна вработеност, секое зголемување на буџетскиот дефицит треба да биде проследено или со зголемување на штедењето во домашната економија или со намалување на трговскиот дефицит или со намалување на инвестициите (“crowding out”), со цел да се воспостави надворешна и внатрешна рамнотежа во економијата. Така, кога државата го финансира дефицитот од **надворешни извори** (вишок заштеди на странски субјекти), тогаш се зголемува дефицитот на тековната сметка на платниот биланс, додека кога финансирањето произлегува од **домашни извори** (вишок заштеди на домашни субјекти), тогаш настанува состојба на истиснување на приватниот сектор. Повисокиот буџетски дефицит го зголемува националното штедење и ја подобрува тековната сметка во отсуство на целосна Рикардијанска еднаквост.³¹⁰

³⁰⁹ Во идентитетот на национално штедење, NX е нето извозот, S - штедењето, I -инвестициите, G -јавната потрошувачка, T - даноците.

³¹⁰ Во услови на целосна Рикардијанска еднаквост, приватните заштеди целосно ги заменуваат јавните заштеди и во таков случај не може да постои врска помеѓу буџетското салдо и тековната сметка (IMF, 2006).

Салдото на тековната сметка ги мери промените во девизните нето -средства на една држава кои се појавуваат заради трансакции помеѓу резиденти и нерезиденти и е еден од најкорисните индикатори на надворешната рамнотежа.³¹¹ Од аналитичка гледна точка, дефицит на тековната сметка не мора да укажува на потреба од прилагодување на политиките, бидејќи дефицитот може да биде од привремен карактер, како последица на извозните цени, на пример. Сепак, постојан дефицит во тековната сметка укажува на неопходно прилагодување на политиките, бидејќи земјата не може да го финансира дефицитот постојано со позајмување во странство или со намалување на резервите. **Одржливоста на тековната сметка**, всушност значи одржливост на изворите на финансирање, во услови на (1) растечки увоз, со стапка на раст којашто е споредлива со онаа на реалната стапка на раст на БДП; (2) нормално одвивање на меѓународните текови на плаќања; (3) непроменето ниво на девизни резерви.

Одржливоста на тековната сметка е од големо значење за транзициските земји, вклучувајќи ја и Македонија, пред сè поради потребата за прилагодување на нивото на развој блиску до она на развиените земји преку драстично зголемување на инвестициите во услови на сè уште ниски стапки на штедење. Оттука, потребата за финансирање овие земји ја обезбедуваат со задолжување од странство, што резултираше во остварување на платно билансни дебаланси кои предизвикаа значајно продлабочување на дефицитите на тековната сметка, со што се доведе во прашање нивната одржливост. Притоа, Македонија како транзициска земја се соочува со истите проблеми со кои се соочуваат и другите европски транзициски земји.

Доколку го анализираме движењето на буџетскиот дефицит и салдото на тековната сметка почнувајќи од 2000 година па наваму, можеме да заклучиме дека македонската економија постојано регистрирала **негативно салдо на тековната сметка** во платниот биланс (во просек 5,1% од БДП во периодот 2000 – 2013 година), достигнувајќи рекордно ниво од -12,6% од БДП во 2008 година, кога заради избивањето на светската финансиска криза значително беа редуцирани тековните и капитални приливи. Дефицитот на тековната сметка во најголем дел се должи на високиот трговски дефицит, којшто во последните години се намали како резултат на високите приливи на приватни трансфери. Оттука, прашањето за одржливоста на

³¹¹ Јовановиќ, Б. и Уневска, Д. (2011). „Одржливост на тековната сметка на Република Македонија“, Работен материјал, стр.1-7.

тековната сметка на Македонија е можеби едно од најважните економски прашања и истото доби на актуелност во 2007 и 2008 година, кога дефицитот на тековната сметка достигна рекордни нивоа.³¹²

Концептот на одржливост на тековната сметка е многу сложен и не постои едноставен одговор на прашањето: „Кое ниво на тековна сметка е одржливо?“. Roubini и Wachtel (1998) истакнуваат дека не постои едноставно правило за оценување кога дефицитот на тековната сметка е одржлив, бидејќи она што е одржливо за една земја – не е за друга. Со други зборови, одржливоста на тековната сметка зависи од специфичностите на земјата. Сепак, Лоренс Самерс, поранешниот Секретар за финансии на САД, во врска со финансиската криза во Мексико кажал дека „со внимание треба да се следи секој дефицит на тековната сметка кој надминува 5% од БДП, особено ако се финансира на начин којшто може да доведе до ненадејни прекини во финансирањето.“³¹³

Одржливоста на тековната сметка на Република Македонија емпириски е испитана преку Јовановиќ и Уневска во 2011 година, со примена на структурен модел на тековната сметка според кој тековната сметка на една држава зависи од националното штедење и инвестиции, коишто во економетриското моделирање се претставени преку макроекономските варијабли коишто влијаат на нив. Резултатите од истражувањето покажуваат дека **варијаблите** коишто влијаеле на тековната сметка во Македонија во периодот 1998 – 2009 година **претставуваат буџетското салдо, економскиот раст, странските директни инвестиции и финансиското посредување**, и дека одржливото ниво на дефицит се движи помеѓу 5,3% и 9,1% од БДП.

Во поголем дел од анализираниот период дефицитот на тековната сметка се движел околу ова одржливо ниво, упатувајќи на тоа дека надворешната рамнотежа не била загрозена. Сепак, во периодот од четвртото тримесечје на 2007 година, до првото тримесечје на 2009 година, под влијание на двата екстерни шока од овој период (глобалниот раст на цените и глобалната рецесија), дефицитот постојано го надминувал одржливото ниво, укажувајќи на влошена надворешна рамнотежа. И покрај воспоставувањето на надворешната рамнотежа во 2009 година, двата екстерни шока од овој период ги истакнаа најголемите слабости во надворешниот сектор на

³¹² Исто, цит. дело, стр. 27-28.

³¹³ Roubini, N. and Wachtel, P. (1998) “Current account sustainability in transition economies”, NBER Working paper No.6468.

македонската економија – високата увозна зависност, високиот степен на концентрација на извозот во група производи со исклучителна сензитивност кон пазарните услови и значењето на приватните дознаки за финансирањето на трговскиот дефицит, што укажува на итна потреба од структурни промени во македонската економија со цел да се спречат вакви историски епизоди во иднина. Политиките кои треба да придонесат за подобрување на структурата на економијата треба да вклучуваат мерки на страната на штедењето и на инвестициите преку поповолни услови за повисоки инвестиции, проширување на извозната понуда кон добра со висока додадена вредност, т.е. финални производи, намалување на увозната зависност, односно производство на увозно независни производи коишто ќе базираат на искористување на ресурси од домашната економија и напори за унапредување на неценовните аспекти на домашните производи (квалитет, промоција, навремена достава) со цел да се подобри конкурентноста на странските пазари.³¹⁴

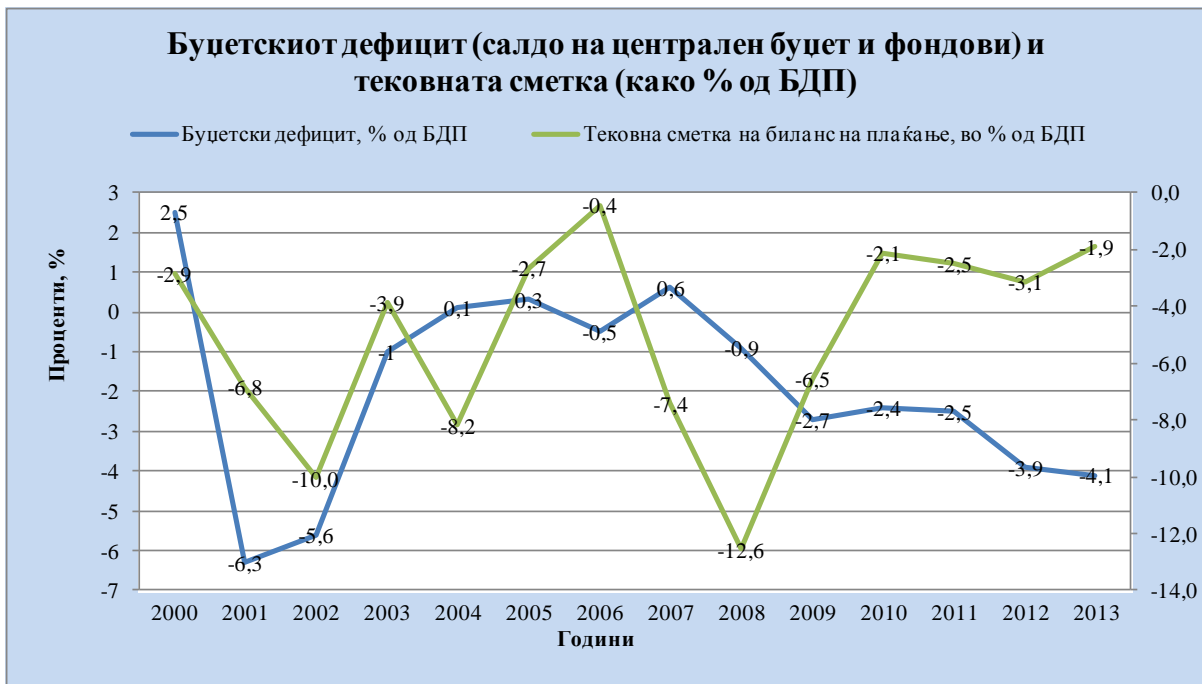
Од аспект на фискалната и монетарната политика, редуцираните приватни трансфери, портфолио и директни инвестиции, како и замрзнатите глобални приватни финансиски пазари во 2007 и 2008 година, диктираа отпочнување на циклус на рестриктивна монетарна политика како одговор на глобалната криза. Во овој период, фискалната политика во најголема мера се однесуваше одговорно и дисциплинирано, остварувајќи ниски буџетски дефицити, повремени суфицити, освен во годините по осамостојувањето и военобезбедносната криза во 2001 и 2002 година. Доколку се анализира ризикот од неисполнување на обврските на државата, можеме да заклучиме дека фискалната политика беше стабилна и кредибилна, и не доведе до создавање на енормно високи буџетски дебаланси. Сепак, фактот што голем процент од државниот долг на Република Македонија е деноминиран или индексан во евра, укажува на потребата од внимателност при управувањето со јавниот долг од страна на носителите на фискалната политика заради избегнување на позначајни притисоци на девизниот курс кои би довеле до менување на неговиот паритет и пораст на вредноста на јавниот долг кон странство.

Во услови на режим на фиксен девизен курс и либерализација на капиталната сметка, мобилноста на капиталот во Република Македонија е многу ниска. Оттука, во отсуство на вишок домашна акумулација и ниско ниво на штедење и инвестиции,

³¹⁴ Kadijevka-Vojnovic, M. and Unevska, D. (2007) "Price and income elasticity of export and import of Republic of Macedonia and the economic growth", NBRM working paper, p.14-15.

буџетските дефицити во најголем број случаи се финансираат со задолжување на странскиот пазар на капитал. Имено, недоволната развиеност на домашниот секундарен пазар на хартии од вредност го прави финансирањето на буџетските дефицити со домашно задолжување ограничено.

Графикон 5-5.



Извор: Министерство за финансии и НБРМ.

Тоа се остварува преку издавање на државни записи, кои пак со оглед на постоењето на фиксен девизен курс и ниска мобилност на капиталот, доведуваат до истиснување на инвестициите и тоа главно преку каматните стапки.³¹⁵ Досегашното искуство покажа дека поголемото трошење на државата секогаш доведува до притисоци на девизниот пазар, што условува порестриктивна монетарна и девизна политика во насока на одбрана на таргетираниот девизен курс. Сепак, дисциплинираниот карактер на фискалната политика во изминатите неколку години допушти порелаксирана монетарна политика и стабилизирање на нивото на девизни резерви во државата.

³¹⁵ Јордан Дамчевски, „Координација на монетарната и фискалната политика во Република Македонија”, Економски факултет, докторски труд, Скопје, 2012, стр. 298.

5.4 Јавниот долг и фискалните и монетарните импликации

5.4.1 Размери и управување со јавниот долг

Според националната методологија, јавниот долг на Република Македонија го сочинуваат државниот долг, долгот на јавните претпријатија и трговските друштва кои се во целосна или доминантна сопственост на државата, општините, општините на градот Скопје и градот Скопје, како и долгот на НБРМ. Меѓутоа, долгот на НБРМ, согласно Законот за јавен долг, се применува само за статистички цели и не е предмет на Стратегијата за управување со јавен долг.

Државниот долг ги вклучува сите финансиски обврски создадени со задолжување на Република Македонија, вклучувајќи го долгот на општините, општините во градот Скопје и Градот Скопје, не вклучувајќи го долгот на јавните претпријатија и трговските друштва кои се во целосна или во доминантна сопственост на државата, општините, општините во градот Скопје и градот Скопје и на Народна банка на Република Македонија (НБРМ).³¹⁶ По дефиниција, **долгот на централната влада** ги опфаќа сите финансиски обврски создадени со задолжување само на централната власт на домашниот и странскиот пазар и долгот на јавните фондови и државните агенции.

Поради неразвиеноста на домашниот финансиски пазар и неможноста да ги финансира јавните расходи и дефицитот преку емитување на домашен долг, Република Македонија по осамостојувањето беше насочена кон финансирање на дефицитот од надворешни извори, односно со надворешен долг. Имено, од монетарното осамостојување надворешниот долг бележи периоди на наизменичен пораст и пад. Така, износот на надворешниот јавен долг од 1.204 милиони долари, во 1992 година, порасна на 1.437 милиони долари во 1995 година, за по ненадејниот пад на 1.172, односно 1.131 милиони долари, во 1996 и 1997 година, повторно да порасне на 1399 милиони долари, во 1998 година.³¹⁷ Најголем дел од промените во надворешниот долг беа резултат на инвестициите во инфраструктурни проекти, раздолжувањето и репрограмирањето на долгот по кредитните линии со Парискиот и Лондонскиот клуб

³¹⁶ Види: *Стратегија за управување со јавниот долг на Република Македонија за периодот од 2010 до 2012 година*, Министерство за финансии, Сектор за управување со јавен долг, Скопје, март 2010 година, стр.9.

³¹⁷ Види: Томислав Гроздановски (2000), Скопје, стр. 260.

на доверители, девизно – курсните промени (како девалвацијата на девизниот курс во јули 1997 година) и екстерното финансирање на фискалните дефицити.

За разлика од надворешниот долг, најголем дел од внатрешниот долг во овој период отпадна на депонираните девизни влогови на населението, од периодот пред 27.4.1991 година (т.н. старо девизно штедење), по кои гарант беше Република Македонија. Имено, овој јавен долг од 1992 година, кога депонираните влогови на старото штедење изнесуваа 1.742 милиони марки, во наредните години регистрираа сукцесивен пад како резултат на нивното сервисирање³¹⁸ на различни државни начини. Така, износот на депонирани девизни влогови во 1998 година се намали на 1.090 милиони марки, што претставуваше 17,5% од бруто домашниот производ на Република Македонија.

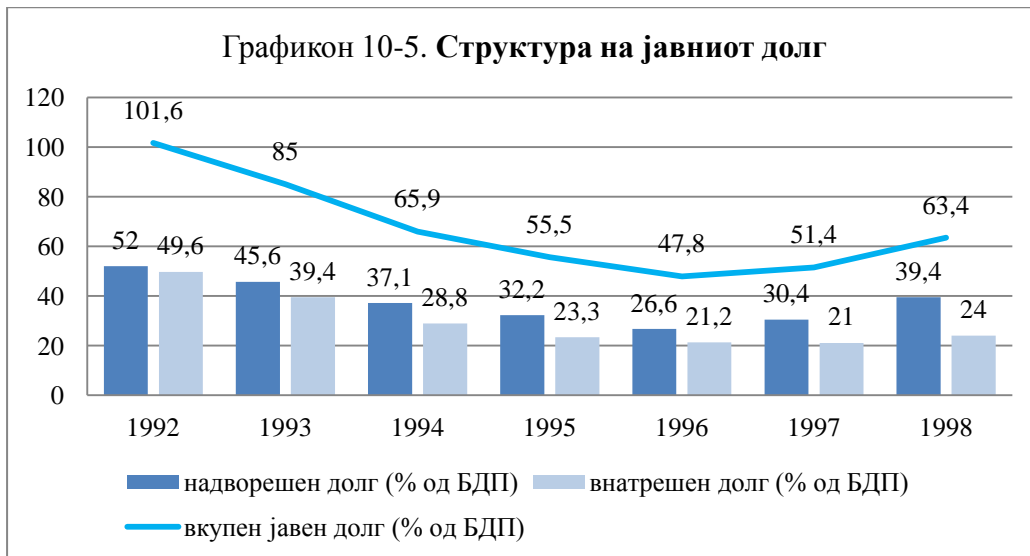
Втора позначајна позиција на внатрешниот долг на Македонија беа преземените обврски за санација на банките, кои започнаа редовно да се извршуваат веднаш по усвојувањето на Законот³¹⁹ и во 1998 година преостанаа уште 2% од БДП да се ликвидираат. Покрај ова, друг внатрешен долг беа преземените обврски по основ на откуп на побарувањата на правните лица од Република Македонија за извршени работи во Ирак и Кувајт³²⁰, кои изнесуваа 1,3% од БДП во 1998 година и обврските на Фондот за пензиско и инвалидско осигурување на РМ, според пресудата на Врховниот суд на РМ бр. 690/98 од 13.1.1999 година, кои претставуваа долг од 3,2% од БДП во истата година. Оттука, вкупниот (надворешен и внатрешен) јавен долг на РМ во периодот од 1991 - 1998 година бележеше пад, кој веќе во 1995 година беше под нивото од 60%. Мал пораст на вкупниот јавен долг беше регистриран во 1998 година, што се должеше првенствено на преземените обврски на Владата по основ на побарувања на правите лица и обврските од Пензискиот фонд кои изнесуваа 4,5% од БДП (види Графикон 10-5). Во 1999 година, вкупниот јавен долг изнесуваше 40,7% од БДП, при што долгот од надворешни извори имаше доминантно учество од приближно 92%. Следната година јавниот долг беше зголемен на ниво од 57% од БДП, како резултат на емисијата на т.н.

³¹⁸ Државата ги сервисираше овие обврски преку: продажба на деловен простор, приватизација на претпријатијата со купување на акции и удели, откуп на станови, задоволување на егзистенцијални потреби, обврски кон банките по основ на долгорочни кредити, лекување во земјата, набавка на лекови и медицински помагала, партиципација за школување на високообразовни институции и друго.

³¹⁹ Подетално види Закон за санација и реконструкција на дел од банките во РМ (Службен весник на РМ бр.14/95).

³²⁰ Види Закон за откуп на побарувања на правните лица од РМ, од Ирак и Кувајт, од страна на РМ (Службен весник на РМ бр. 32/98, како и 51/99).

структурни обврзници.³²¹ Во следниот период нивото на јавен долг започна тренд на постепено намалување, при што во 2004 година изнесуваше 42,6% од БДП, кога за прв пат беа издадени државни записи³²² со рочност од 3 месеци и 6 месеци, како начин за проширување на изворите за финансирање на буџетот, поттикнување на развојот на финансиските пазари во Македонија, како и диверзифицирање на портфолиото на хартии од вредност.³²³



Извор: НБРМ, Министерство за финансии.

Во 2005 година беа воведени 12-месечни државни записи, а кон крајот на годината беше издадена и државна обврзница со рок на достасување од 2 години.³²⁴ Покрај тоа, во 2005 година беше издадена и првата еврообврзница на меѓународниот пазар на

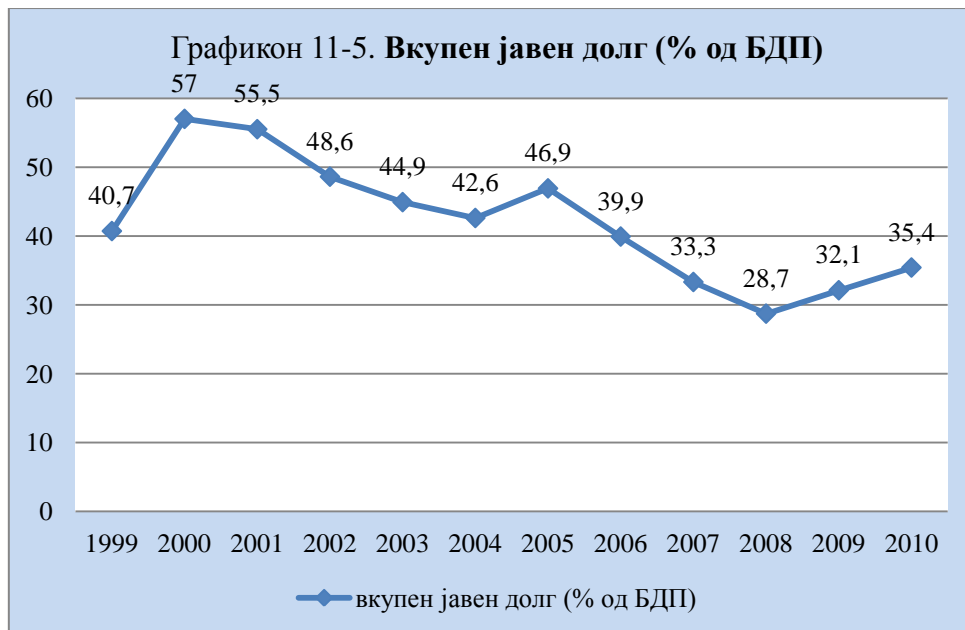
³²¹ Република Македонија, до 31 декември 2005 година имаше издадено вкупно 5 структурни обврзници: (1) Обврзница за санација на Стопанска банка - АД Скопје-Агенција за санација на банки, во име и за сметка на РМ, во 1995 година издаде обврзница за санација на Стопанска банка; (2) Обврзница за селективни кредити – издадена во процесот на санација на банкарскиот сектор за надоместување на селективните кредити на НБРМ што се пребиваа со износот на дел од ненаплатливите побарувања кај НБРМ; (3) Обврзница за приватизација на Стопанска банка – издадена при процесот на приватизација на Стопанска банка - АД Скопје. Со оваа обврзница, државата ги презеде ненаплатливите побарувања на четири македонски претпријатија од портфолиото на Стопанска банка; (4) Обврзница за старо девизно штедење – издадена како надоместок на лицата кои имаат заробени девизни депозити во банките во РМ пред нејзиното осамостојување; (5) Обврзници за денационализација – издадени како надоместок за имотот кој во периодот од 1945 година до 1990 година беше национализиран од страна на СФРЈ.

³²² Државните записи се краткорочни хартии од вредност што ги издава државата со цел финансирање на тековниот дефицит во буџетот (односно надминување на привремениот недостаток на ликвидни средства поради временската неусогласеност на јавните приходи и расходи).

³²³ Види подетално во Годишен извештај на НБРМ, Скопје, 2004 година, стр. 30.

³²⁴ Фискалната политика во тековната година беше прудентна и дисциплинирана, што резултираше со незначително мало учество на трезорските записи во домашниот јавен долг од само 9% во 2005 година..

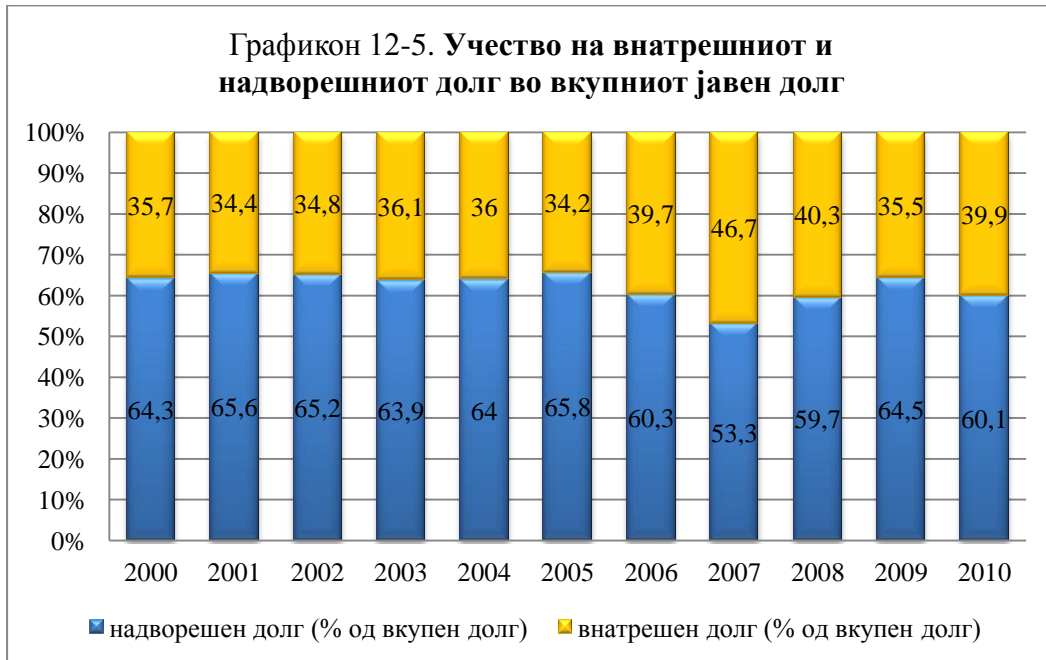
капитал, што услови зголемување на јавниот долг, кој на крајот на годината изнесуваше 46,9% од БДП. Во текот на 2006 година, со цел реструктурирање на долгот, беше остварен предвремен откуп на долгот кон Лондонскиот клуб на кредитори во износ од 184,3 милиони евра и предвремена исплата на Континуираната обврзница бр.2 во 2005 година, во износ од 11,7 милиони евра.



Извор: Министерство за финансии и НБРМ.

Од Графикон 12-5 можеме да забележиме дека односот меѓу внатрешниот и надворешниот долг од 1999 година натаму бележи постепено зголемување кон внатрешна задолженост, при што во 2006 година јавниот долг изнесувал под 40% од БДП. Во поглед на внатрешниот долг, во 2006 година беа воведени државни записи за монетарни цели и за првпат беше издадена тригодишна државна обврзница. Во услови на значаен прилив на приходи и остварување на високи буџетски суфицити (со исклучок на последниот квартал од 2007 година) и при висока нето-позиција на државата кај НБРМ, Министерството за финансии во 2007 година пристапи кон намалување на нивото на јавен долг, преку намалување на надворешниот долг, при што јавниот долг кон крајот на годината изнесуваше 33,3% од БДП. Поволните движења во буџетот, надополнети со концесиските приливи (609 милиони денари од издавањето на дозволата за отпочнување со работа на третиот мобилен оператор), странските заеми (3.643 милиони денари) и средствата на државата кај НБРМ, создадоа

услови за отплата на главница до странски долг (14.200 милиони денари) и домашен долг (7.268 милиони денари).³²⁵



Извор: Министерство за финансии, Годишен извештај за 2009 година за спроведување на Стратегијата за управување со јавниот долг на Република Македонија и НБРМ.

Забелешки: Почнувајќи од април 2006 година, јавните претпријатија започнаа да доставуваат до МФ извештаи за состојбата на долгот (согласно Законот за јавен долг).

*Вкупниот јавен долг не го опфаќа долгот на монетарните авторитети (ММФ кредити; благајнички записи емитувани од Централната банка и Трезорски записи за монетарни цели).

***До јули 2008 година, состојбата на јавен долг се пресметуваше посебно според ГФС - методот, а посебно според Законот за јавен долг, а со измените во Законот за јавен долг од јули 2008 година дојде до изедначување на пресметките за опфатот на јавниот долг.

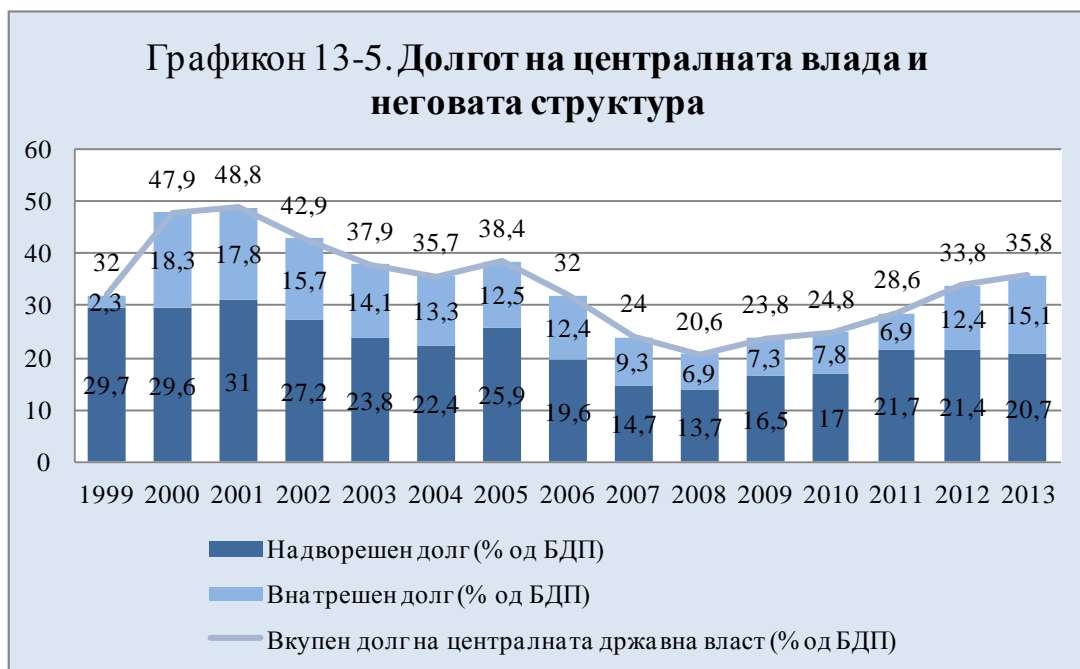
****Со измена на Законот за јавен долг, владата ја укина обврската да го објавува вкупниот јавен долг, па веќе од 2011 година продолжи со објавување на редовни месечни податоци за динамиката на движење само на долгот на Централната влада.

Имено, во првото полугодие, се изврши предвремен откуп на: дел од долгот кон Парискиот клуб на кредитори (68,2 милиони евра), дел од долгот кон Меѓународната банка за обнова и развој (95,9 милиони евра), а од домашниот долг се отплати Обврзницата за санација на „Стопанска банка” - АД Скопје (во износ од 21,2 милиони евра) и се изврши отплата на редовните рати од обврзниците за старото девизно штедење и денационализација (во април и јуни, соодветно). Во второто полугодие, се

³²⁵ Види Годишен извештај на НБРМ, 2007 година, стр.66.

изврши отплата на долгот кон Европската инвестициска банка (во износ од 6,8 милиони евра), остатокот на долгот кон Парискиот клуб на кредитори (во износ на 8,35 милиони евра) и по извршената ревизија, се вратија дел од средствата (22,5 милиони евра) од приватизацијата на ЕСМ на странскиот инвеститор. Во поглед на домашниот долг, се изврши отплата на редовната рата од обврзницата за старо девизно штедење во октомври.

Во 2008 година, јавниот долг го достигна најниското ниво, односно 28,7% од БДП, додека долгот на општа влада (долг на Централната влада) изнесуваше 20,6% од БДП. Надолжниот тренд на јавниот долг се должеше на падот на домашниот долг (од 46,7% во 2007 на 40,3% во 2008 година), односно на престанокот на емитувањето на државни записи за монетарни цели, намалувањето на долгот на НБРМ по основ на благајнички записи и редовното достасување на структурните обврзници.



Извор: Министерство за финансии и НБРМ.

Во 2009 година беше прекинат повеќегодишниот тренд на намалување на јавниот долг и на крајот на годината вкупниот јавен долг се зголеми за 3,4 процентни поени во споредба со 2008 година (изразено врз основа на БДП), додека долгот на централната влада се зголеми за 3,2 процентни поени. Годишниот пораст на јавниот

долг³²⁶ во најголем дел (88%) се должеше на зголемениот долг кон странските кредитори, којшто го зголеми своето структурно учество во вкупниот долг (за 2,8 процентен поен). Имено, најголем дел од надворешниот дол произлезе од издадената еврообврзница во износ од 175 милиони евра, додека преостанатото задолжување на централната власт и на јавните претпријатија се однесуваше на средствата повлечени од Светска банка, ЕБОР и останатите меѓународни кредитори. Порастот на домашниот долг произлегуваше од долгот на централната власт (на годишно ниво од 26,2 милиони евра), во услови на зголемена продажба на државни записи, делумно ублажена со исплатата врз основа на структурните обврзници (првенствено на обврзниците за старо девизно штедење), како и првичното воведување на државни записи со рок на достасување еден месец. Исто така, се воведоа и државни хартии од вредност со девизна клаузула, што беше мотивирано од потребата за редуцирање на трошоците по основ на камата.³²⁷

Освен овие хартии од вредност, во април 2009 година се издаде и осмата емисија обврзници за денационализација, со вкупна вредност од 23 милиони евра, со купонска камата од 2% на годишно ниво и рок на достасување од 10 години. Имено, со оваа емисија целосно беа опфатени правосилните решенија за денационализација до 31.12.2008 год. во кои како надомест се даваат обврзници. Номиналната вредност на обврзницата за денационализација беше износот којшто барателот го добива како обештетување врз основа на денационализацијата. Обврзниците гласеа на име и во евро валута и беа неограничено преносливи, а номиналната вредност на една обврзница беше едно евро.

Во 2010 година се оствари поголем годишен пораст на јавниот долг околу 60%, кој се должеше на растот на надворешниот долг (за 6,2% на годишна основа), а помал дел беше условен од растот на домашниот долг. Во 2011 година, долгот на Централната влада достигна 28,6% од БДП, при што задолжувањето потекнуваше од надворешни извори, додека домашниот долг забележа намалување на годишна основа, како последица на пониската состојба на структурните обврзници. Во поглед на ова, во

³²⁶ Како што напомниме и погоре, од јули 2008 година, пресметката на јавниот долг е усогласена со статистиката на владините финансии (на ММФ), преку промените во Законот за јавен долг (Службен весник бр. 88/2008), во која покрај долгот на централната државна власт, фондовите, општините и јавните претпријатија, вклучен е и долгот на НБРМ. Така, при пресметките се анализира само долгот на фискалните власти, но не и на монетарните власти.

³²⁷ Каматната стапка што беше постигната на аукцијата на тримесечни државни записи со девизна клаузула во јуни истата година изнесуваше 5,25%, наспроти каматната стапка на истите записи без девизна клаузула од 9,35%, која беше значително повисока.

октомври 2011 година целосно беа подмирени обврските по основ на обврзницата за старо девизно штедење, со што наполно се заокружи процесот на обештетување на граѓаните од поранешна СФРЈ. Спротивно на ова, дополнително беа емитувани обврзници за денационализација (10-та емисија) во износ од 11 милиони евра. Ваквите поместувања предизвикаа намалување на учеството на долгот создаден врз основа на структурни обврзници (за 12,1 п.п. на годишна основа) во вкупниот домашен долг.

Во 2012 година, вкупниот долг на централната државна власт се зголеми за 21,8% во однос на 2011 година и достигна 2.545 милиони евра.³²⁸ Така, учеството на долгот на централната власт како процент од БДП се зголеми за 6 процентни поени во однос на претходната година. Годишниот пораст во најголема мера произлегуваше од зголемувањето на домашниот долг (за 83,9%), додека надворешниот долг забележа ниска годишна промена од 1,9%. Сето ова доведе до значителен пораст на учеството на домашниот долг од 6,8% од БДП во 2011 година на 12,4% од БДП и умерено зголемување на надворешниот долг. Темпото на пораст на долгот на Централната влада продолжи и во 2013 година, кога државниот долг на крајот на годината изнесуваше 2 757 милиони, односно 35,8% од БДП, додека јавниот долг изнесуваше 3 296 милиони евра односно 42,9% . Во поглед на структурата на долгот се забележува пораст на учеството на домашниот долг во износ од 15,1% и незначително намалување на учеството на надворешниот долг.

Врз основа историскиот преглед за движењето на долгот на Централната влада може да се забележи дека финансирањето на државниот и јавниот долг најмногу се потпираше врз надворешни извори, како кредити од мултилатерални, билатерални и приватни кредитори, како и тоа дека во валутната структура најголемо учество има долгот што е деноминиран во евра кој изнесува 54,8% и 58,2% во 2012 и 2013 година, соодветно, со тенденција да се зголемува до 87% во 2016 година, што говори за важноста на девизниот ризик при отплатата на јавниот долг.³²⁹ Според среднорочната фискалната стратегија за 2014-2016 година, целите на политиката за управување со долгот на државата ќе бидат и понатаму насочени кон финансирање на потребите на државата со најнизок можен трошок на среден и долг рок, одржливо ниво на ризик и ниско ниво на државен долг. Сепак, во текот на анализираниот период, долгот на Централната влада не го надмина поставениот Мاستришки критериум од 60% од БДП

³²⁸ Годишен извештај на НБРМ 2012 година, стр. 30.

³²⁹ Годишен извештај за управување со јавниот долг на РМ за 2013 година.

што во тој поглед оствари конзистентност со поставениот критериум за влез во ЕУ и одржливост на јавниот долг. Проекциите за следниот тригодишен период вклучуваат реализација на инвестиции во патната и железничката инфраструктура, водовод и канализација, спортски објекти и инвестиции во областа на образованието, здравството и слично, со што се очекува дека државниот долг нема да надмине 37,6% од БДП на крајот на 2016 година. Според последните податоци од Министерството за финансии, долгот на Централната влада на 31.8.2014 година изнесува 39,6%, што наметнува препораки за поголема внимателност при управувањето со долгот и потреба од негово одржување во прудентни размери.

5.4.2 Одржливост на јавниот долг vs реалниот капацитет на економијата и извозните перформанси на земјата

5.4.2.1 Значење на оценката на одржливост на јавниот долг

Еден од најзначајните критериуми преку кој се мери успешноста на фискалната политика претставува одржливоста на јавниот долг. За да се направи анализа на одржливоста на јавниот долг, најпрво треба да се согледаат причините заради кои настанало задолжување и кои се трошоците за прекумерното задолжување. Постојат повеќе **причини за задолжување на една влада**, како што се: **а) структурни причини** (финансирање на проекти); **б) причини поврзани со економскиот циклус на земјата** (стимулирање на економијата во рецесија), и **в) политички причини** (зголемување на трошењата пред избори).³³⁰ Притоа, како трошоци на прекумерното задолжување се спомнуваат: а) попречување на долгорочниот економски раст преку истиснување на приватните инвестиции во услови на повисоки каматни стапки (генерирани од зголемената потреба за финансирање на буџетот); б) каматните плаќања ги истиснуваат останатите буџетски расходи и можат да водат кон неефикасно оданочување; и в) преголемото задолжување може да ја ограничи способноста на владата да спроведе контрациклична фискална политика во услови на рецесија.

Оттука, оценката на фискалната одржливост е еден од клучните аспекти за анализа на поставеноста на политиките во една економија. **Одржливоста на јавниот долг, во основа се дефинира како „ситуација во која должникот се очекува да биде**

³³⁰ IMF (2002a). Assessing Sustainability. SM/02/06. May 28. International Monetary Fund, Washington, DC.

способен да го сервисира својот долг, без значителни корекции на неговите приходи и расходи” (IMF, 2002).

Оценката на одржливост на долгот според ММФ се дефинира како комбинација од три концепти: солвентност, ликвидност и реалистично прилагодување. Имено, кој од овие аспекти (солвентност или ликвидност) е порелевантен во оценувањето на одржливоста на долгот, зависи од околностите во земјата, а особено од изворите на финансирање на земјата. Така на пример, кај нискодоходовните земји, чијшто главен извор на финансирање се официјалните кредитори и коишто имаат висок степен на надворешна задолженост, солвентноста е позначаен фактор на ризик отколку ликвидноста. Од друга страна, во земјите во развој кои имаат поумерен степен на задолженост, главниот ризик во поглед на одржливоста на долгот може да произлезе од ликвидносни причини.³³¹

Еден субјект (држава или влада) е солвентна, доколку сегашната дисконтирана вредност на тековните и идните расходи (не вклучувајќи ги каматните плаќања) не ја надминува сегашната дисконтирана вредност на тековните и идните приходи, намалени за иницијалното ниво на задолженост. Ова значи дека субјектот го почитува своето меѓувременско буџетско ограничување, односно сегашната вредност на идните примарни буџетски салда да биде еднаква или поголема од сегашната вредност на состојбата на јавниот долг. Еден субјект (држава или влада) е неликвиден, ако неговите ликвидни средства или расположливи извори на финансирање се недоволни за да се подмират достасаните обврски, без оглед на неговата солвентност. Оттука, рамката за анализа на одржливоста на долгот на ММФ дава информација и за потребата за бруто-финансирање.

Рамката за одржливост на јавниот долг го анализира движењето и промената на односот долг/БДП, при што сите варијабли се изразени во домашна валута. Притоа, основниот почетен концепт за динамиката и одржливоста на јавниот долг е претставен преку ограничувањето коешто произлегува од готовинските текови, со што може да се согледа дека буџетските дефицити со текот на времето можат да водат кон неодржливост на јавниот долг. Имено, буџетското ограничување на државата, претпоставува вкупните расходи (примарни расходи и каматни плаќања) да бидат

³³¹ Roubini, Nouriel (2001). Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent? Processed, December 20, Stern School of Business, New York University, New York

финансирани преку вкупните приходи (намалени за трансферите кон приватниот сектор), новото задолжување и преку емисијата на пари (сениораж).

Основните равенки на меѓувременско буџетско разграничување во случајот на затворена економија се:

$$G_t + i_t D_{t-1} = R_t + (D_t - D_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}) \quad (1)$$

- G_t - примарни буџетски расходи (вкупни расходи без каматни плаќања)
 $i_t D_{t-1}$ - каматни плаќања
 i_t - номинална каматна стапка на домашен долг
 R_t - вкупни приходи (намалени за трансферите кон приватниот сектор)
 D_t и D_{t-1} - состојба на домашен јавен долг во тековната и претходната година, соодветно
 M_t и M_{t-1} - состојба на парична маса во тековна и претходна година, соодветно
 OB_t - вкупно буџетско салдо
 PB_t - примарно буџетско салдо

Оттука, доколку се направи поместување во елементите на равенката, се добива дека состојбата на долгот на тековната година е еднаква на состојбата на долгот од претходната година, намалена за вкупното буџетско салдо и за паричната маса (равенка 2а и 2б)

$$R_t - (G_t + i_t D_{t-1}) = OB_t \quad R_t - G_t = PB_t \quad (2а и 2б)$$

$$D_t = D_{t-1} - \underbrace{(PB_t - i_t D_{t-1})}_{OB} - \underbrace{\Delta M_t}_{\text{Seigniorage}} \quad (3)$$

Доколку претходниот израз се реши по D_t , тогаш динамиката на долгот е претставена преку равенка (4):

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - PB_t - \Delta M_t \quad (4)$$

Во рамките на отворена економија, долгот е збир на долг деноминиран во домашна валута и долг деноминиран во странска валута ($D_t = DD_t + e_t DF_t$), при што каматните

плаќања вклучуваат и отплати на камати на долг во домашна валута по домашна камата и камати по долг во странска валута по камата коригирана за промените во девизниот курс (ε_t). Според ова, динамиката на долгот се пресметува на следниот начин:

$$D_t = (1 + \varepsilon_t)(1 + i_t^f)DF_{t-1} + (1 + i_t^d)DD_{t-1} - PB_t - \Delta M_t \quad (5)$$

Или прикажано на поинаков начин:

$$D_t = (1 + i_t^*)D_{t-1} - PB_t - \Delta M_t \quad (6)$$

при што номиналната каматна стапка i_t^* претставува пондериран просек од каматната стапка на долгот деноминиран во домашна валута и каматната стапка на долгот деноминиран во странска валута коригирана за промените во девизниот курс, како што е прикажано во равенката:

$$i_t^* = ((1 - \alpha)i_t^d + \alpha i_t^f) + \alpha \varepsilon_t(1 + i_t^f) \quad (7)$$

Оттука,

D_t - состојба на вкупен јавен долг изразен во домашна валута

DD_{t-1} - состојба на јавен долг деноминиран во домашна валута

DF_{t-1} - состојба на јавен долг деноминиран во странска валута

i_t^* - пондерирана каматна стапка на јавниот долг

α - учество на јавен долг деноминиран во странска валута во вкупниот јавен долг, изразени во домашна валута

i_t^d - каматна стапка на јавен долг деноминиран во домашна валута

i_t^f - каматна стапка на јавен долг деноминиран во странска валута

ε_t - промена во номиналниот девизен курс (единица локална валута за 1 евро) и $\varepsilon > 0$ претставува депресијација на домашната валута.

Со оглед на тоа дека рамката за фискална одржливост го анализира движењето на односот долг/БДП, тогаш доколку равенката (5) се подели со номиналниот БДП ($P_t Y_t$), и се направат одредени прегрупирања, се добива следниот израз:

$$d_t = \frac{(1+i^*)}{(1+g)(1+\pi^*)} d_{t-1} - pb_t - \mu_t \quad (8)$$

d_t - јавен долг од тековната година како процент од БДП ($d_t = D_t/P_t Y_t$)

i^* - пондерирана номинална каматна стапка на јавниот долг

g - стапка на реален раст на БДП

π^* - пондерирана стапка на БДП дефлаторот, којшто зависи од домашната и од странската инфлација и промената во девизниот курс (ϵ)

d_{t-1} - јавен долг од претходната година како процент од БДП ($d_{t-1} = D_{t-1}/P_{t-1} Y_{t-1}$)

pb_t - примарен дефицит на буџетското салдо како процент од БДП ($pb_t = PB_t/P_t Y_t$)

μ_t - сениораж како процент од БДП ($\mu_t = \Delta M_t/P_t Y_t$)

Првиот дел од десната страна на равенката, којшто е поврзан со d_{t-1} е клучниот елемент во целата рамка на одржливост и е означен како φ_t^* .

Притоа, доколку се користи Фишеровата равенка којашто ги поврзува номиналната и реалната каматна стапка, тогаш **овој параметар претставува однос помеѓу реалната каматна стапка и стапката на реален раст**, што е прикажано во равенката (9):

$$\varphi_t^* = \frac{(1+i^*)}{(1+g)(1+\pi^*)} = \frac{(1+r^*)}{(1+g)} \quad (9)$$

Следствено, буџетското ограничување на државата е претставено со следниот израз:

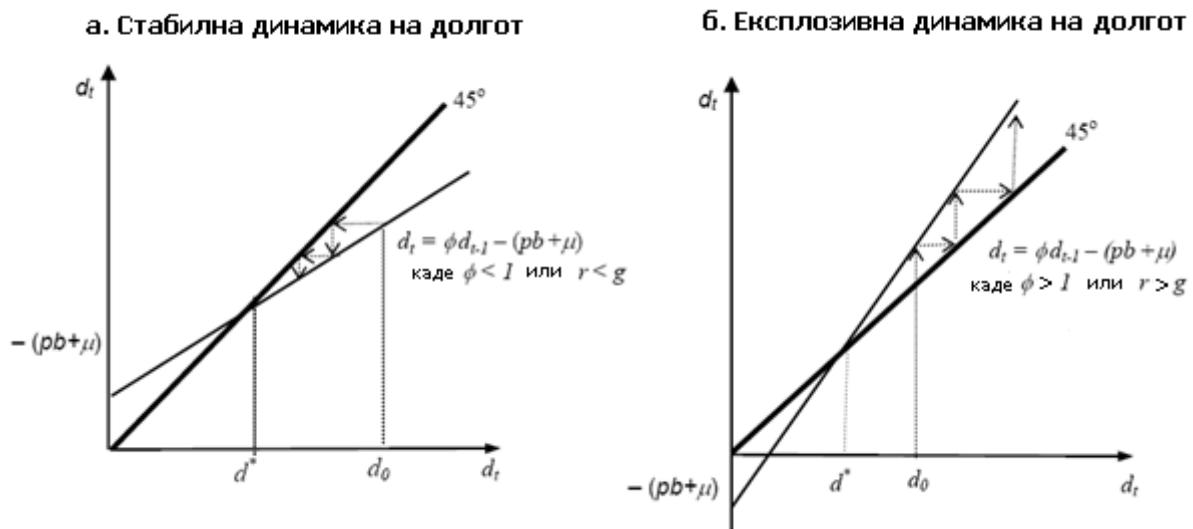
$$d_t = \varphi_t^* d_{t-1} - (pb_t + \mu_t) \quad (10)$$

Значењето на параметарот φ_t^* е тоа што преку неговата вредност може да се утврди дали јавниот долг како процент од БДП ќе има експлозивна патека, стабилна или надолна патека:

а) Кога $\varphi < 1$, тогаш односот долг/БДП има неексплозивна патека, како што е претставено на левиот панел од графиконот 1. Во овој случај, иницијалното ниво на долг/БДП (d_0) со тек на време опаѓа до d^* и се задржува на тоа ниво засекогаш.

б) кога $\phi > 1$, тогаш односот долг/БДП има експлозивна патека, како што е претставено на десниот панел од графиконот 1. Во овој случај, реалната каматна стапка што ја плаќа државата на својот долг (r_t) ја надминува реалната стапка на економски раст (g_t), така што иницијалното ниво на долг/БДП постојано расте без контрола и е неодржливо.

Графикон 14-5.



Експлозивната патека на јавниот долг може да се утврди и преку диференцирање на равенката (10), така што со прегрупирање на равенката (10) се добива следниот израз за промената на јавниот долг како процент од БДП:

$$\Delta d_t = (\varphi_t^* - 1)d_{t-1} - (pb_t + \mu_t) \quad (11)$$

Горенаведената равенка ги истакнува факторите коишто влијаат врз промената на односот јавен долг/БДП: големината на примарното буџетско салдо (pb), сениоражот (μ_t) и автоматската динамика на долгот ($(\varphi_t^* - 1)d_{t-1}$). Анализата на равенката (11), покажува дека ако реалната каматна стапка на јавниот долг ја надмине стапката на економски раст, тогаш долгот станува експлозивен. Во тој случај, потребно е примарното салдо да ја неутрализира автоматската динамика на долгот. Всушност, големината на примарното салдо претставува значаен показател за фискалното прилагодување на владата.

Оттука, равенката (11) е многу корисна за утврдување на примарното буџетско салдо потребно за да се постигнат одредени фискални цели, како што се стабилизирање на долгот на тековното ниво или за негово намалување. Така, доколку сакаме да го утврдиме примарното буџетско салдо што го стабилизира односот долг/БДП, тогаш во равенката (11) претпоставуваме дека нема промена во динамиката на долгот, односно $\Delta d_t = 0$.

Следствено, го добиваме следниот израз за утврдување на примарното буџетско салдо:

$$pb_t = (\varphi_t^* - 1)d_{t-1} - \mu_t \quad (12)$$

Како што е прикажано во равенката (12), големината на примарното буџетско салдо неопходно за стабилизирање на односот јавен долг/БДП зависи од неколку фактори:

- Ако постоечкото ниво на јавен долг е големо, тогаш неопходен е повисок суфицит во примарното буџетско салдо со цел да не се дозволи натамошен раст на долгот;
- Ако разликата помеѓу реалната каматна стапка на јавниот долг и реалниот раст на БДП е голема, тогаш повторно е потребно остварување на доволно висок суфицит во примарното буџетско салдо; и
- Ако сениоражот или други извори на финансирање се расположливи (како што се приходите од приватизација), тогаш тие можат да се искористат за отплата на долгот, што ќе резултира во помала вредност на примарното буџетско салдо за стабилизирање на долгот. Притоа, треба да се напомене дека, иако владата може да манипулира со растот на паричната маса за да ги зголеми приходите преку сениоражот, сепак порастот на паричната маса, а со тоа и инфлацијата, може да води кон валутна суспституција, што пак го ограничува износот на реалните ресурси коишто владата може да ги обезбеди преку сениоражот. Оттука, сениоражот најчесто се исклучува од равенката.

Доколку земјата сака да го намали нивото на јавен долг како процент од БДП, тогаш потребно е да се оствари примарно буџетско салдо коешто го надминува нивото потребно за стабилизирање на долгот. Рамката за одржливост на јавниот долг

овозможува спроведување на повеќе стрес-тестови на основното сценарио. Стрес-тестовите се користат за да се оцени движењето на долгот во однос на БДП при промена на претпоставките за клучните варијабли. Имено, стрес-тестовите вклучуваат поединечни негативни шокови од половина стандардна девијација кај основните проекции на секој параметар, како и шок од четвртина стандардна девијација кај комбинираниот тест. Овие шокови се применети врз реалната каматна стапка, стапката на раст на БДП и примарниот дефицит. Дополнително, рамката овозможува да се предвиди што би се случило со траекторијата на долгот во случај на еднократна девалвација на домашната валута од 30%, како и во случај на шок кај потенцијалните обврски на државата во износ од 5% од БДП.

5.4.2.2 Оценка на одржливоста на долгот на централната влада за Република Македонија

Со цел анализата на динамиката на движење на долгот во Република Македонија да биде поедноставна и помалку комплицирана, ја применуваме постарата рамка на ММФ која ги вклучува сите важни почетни претпоставки и се однесува на периодот од 2013 до 2030 година. Новата рамка на ММФ беше реформирана и дополнета во 2011 година и истата допрва започнува да се применува во земјите во развој и транзиција, вклучувајќи ја и Македонија. Нејзината сложеност е голема, па оттука произлегуваат бројните обуки на истражувачите од централните банки и министерствата за финансии во странство, со цел ефикасно и ефективно совладување и применување на рамката. Сепак, суштината и појдовната основа на старата и новата рамка е идентична.

Појдовна основа се почетните претпоставки за основните макроекономски показатели во земјата и во странство, со цел анализата да биде сеопфатна и конзистентна. Потоа се пресметува примарното буџетско салдо кое го стабилизира нивото на долгот на Централната влада, во случајот го земаме долгот на Централната влада од 35,9 % на крајот на 2013 година и примарното буџетско салдо што треба да се постигне согласно проекциите на Владата за движењето основните макроекономски показатели (раст на БДП, инфлација и ниво на долг) во следните три години согласно Фискалната стратегија за 2014-2016 година. На крај се направени две стрес - сценарија (промена на стапката на реален раст на БДП и девалвација на денарот) со цел да се

согледа траекторијата на движење на долгот во следните години и влијанието на овие екстерни шокови врз одржливоста на долгот.

Почетните претпоставки во основното сценарио се прикажани во Табела 4-5. Според тоа, во периодот од 2013 -2031 година, БДП ќе се движи со динамика согласно проекциите на Владата за следните три години, односно во просек 3,9%, просечната инфлација во целиот проектиран период ќе изнесува 2%, додека номиналниот девизен курс ќе остане непроменет на сегашното таргетирано ниво во однос на еврото. Дополнително, со оглед на фактот што повеќе од 80% од надворешниот долг е деноминиран во евра, пресметките се правени според соодносот денар/евро од 61,5 денари за едно евро, при што се претпоставува нулта промена на номиналниот сооднос, односно ниту постои номинална апресијација, ниту постои номинална депресијација.

Табела 4-5. Почетни претпоставки за симулации на долгот на Централната влада во сите сценарија

Фискални и макроекономски варијабли, просек за периодот од 2009-2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Просечна номинална каматна стапка на домашен долг на централна влада	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Стапка на домашна инфлација	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Учество на домашниот долг во вкупниот долг на централна влада	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Стапка на раст на реалниот БДП, просек за 2014-2016 година	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Просечна номинална каматна стапка на странски долг	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Стапка на инфлација на ЕУ за периодот 2014-2016 година	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Учество на странскиот долг во вкупниот долг на централна влада во периодот	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
Стапка на промена на номиналниот девизен курс	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Извор: Министерство за финансии на РМ, ДЗС, ММФ и пресметки на авторот.

Овие почетни претпоставки се потребни за да се пресмета примарното буџетско салдо што го стабилизира долгот на Централната влада и за да се одреди кое ниво на примарно буџетско салдо треба да се одржува со цел долгот на Централната влада да не го надмине нивото од 35,9%. Оттука, во Табела 5.5 се прикажани основните податоци што се потребни за пресметување на примарното буџетско салдо што го стабилизира долгот и истите се применуваат во формулата за пресметување на примарно буџетско салдо што ја опишавме погоре во текстот (равенка 12). Така, со примена на податоците добиваме дека примарното буџетско салдо што го стабилизира нивото на долгот на Централната влада изнесува -1,0%, а тоа значи дека, доколку Владата сака да го одржи нивото на долг на Централна влада од 35,9% од БДП во еден подолг временски период, проектирано до 2030 година според рамката, тогаш

потребно е фискалната политика континуирано секоја година да остварува примарен буџетски дефицит не повисок од -1,0%.

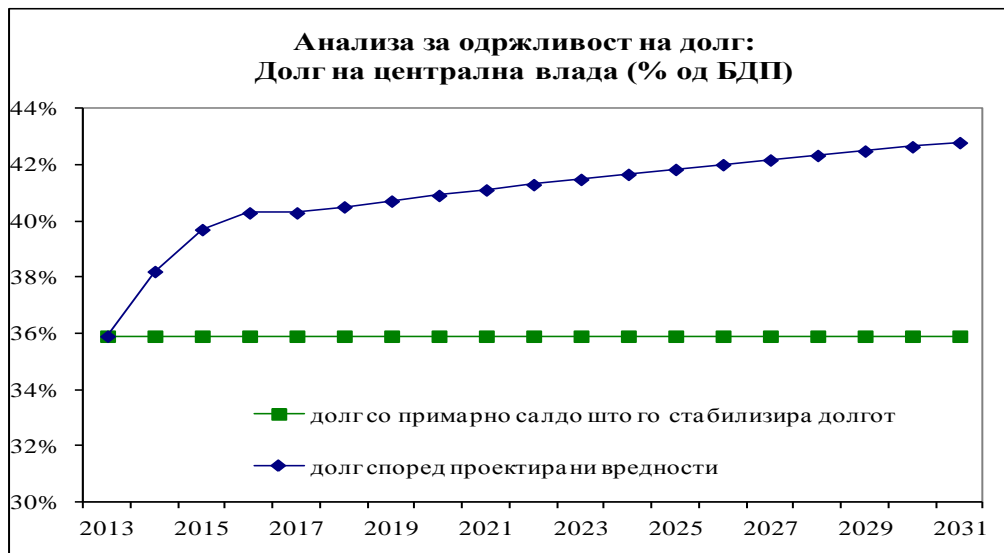
Табела 5-5.

Примарно буџетско салдо што го стабилизира долгот	
Просечна домашна реална каматна стапка	1,7%
Просечна странска реална каматна стапка	1,0%
Реален девизен курс	-0,1%
Ефективна просечна реална каматна стапка	1,1%
φ^* :	97,3%
pb^* што го одржува нивото на долг константно	-1,0%
Просечна вредност на pb во периодот од 2009-2011 година	-1,9%

Извор: ММФ, НБРМ, Министерство за финансии и пресметки на авторот.

При второто сценарио се задржани истите претпоставки како и првото, со тоа што наместо фиксирање на нивото на долгот на Централната влада на 35,9% од БДП, направен е обид да се согледа во која насока ќе се движи долгот согласно проекциите на владата во Фискалната стратегија 2014-2016 година.

Графикон 15-5.

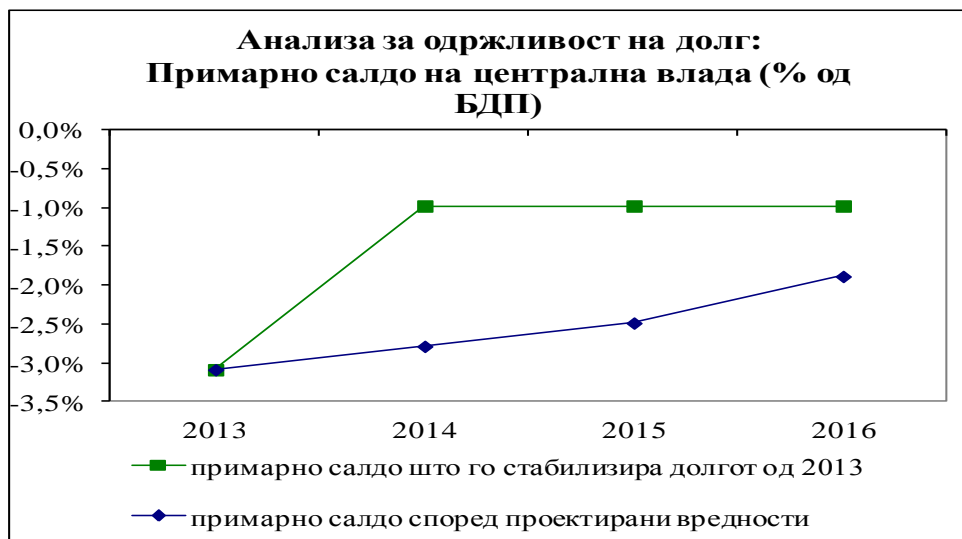


Извор: Пресметки на авторот.

Имено, според проекциите на Владата, растот на реалниот БДП во следните три години ќе изнесува 3,5%, 3,8% и 4,5% во 2014, 2015 и 2016 година, соодветно, така што

од 2018 година ќе се задржи на просечно ниво од 3,9%. Притоа, во првите неколку години по 2013 година до 2016 година, потребно е континуирано намалување на фискалните дефицити од -2,8% во 2014 година, -2,5% во 2015 година и -1,9% во 2016 година, за потоа од 2017 година натаму да се овозможи конвергенција кон пресметаниот примарен буџетски дефицит од -1,3%. Оттука, со цел да се остварат владините проекции за долгот, потребно е етапно намалување на примарниот фискален дефицит до нивото од -1,3% со кое би се постигнала одржливост на долгот на долг рок. (Графикон 15-5 и Графикон 16-5).

Графикон 16-5.

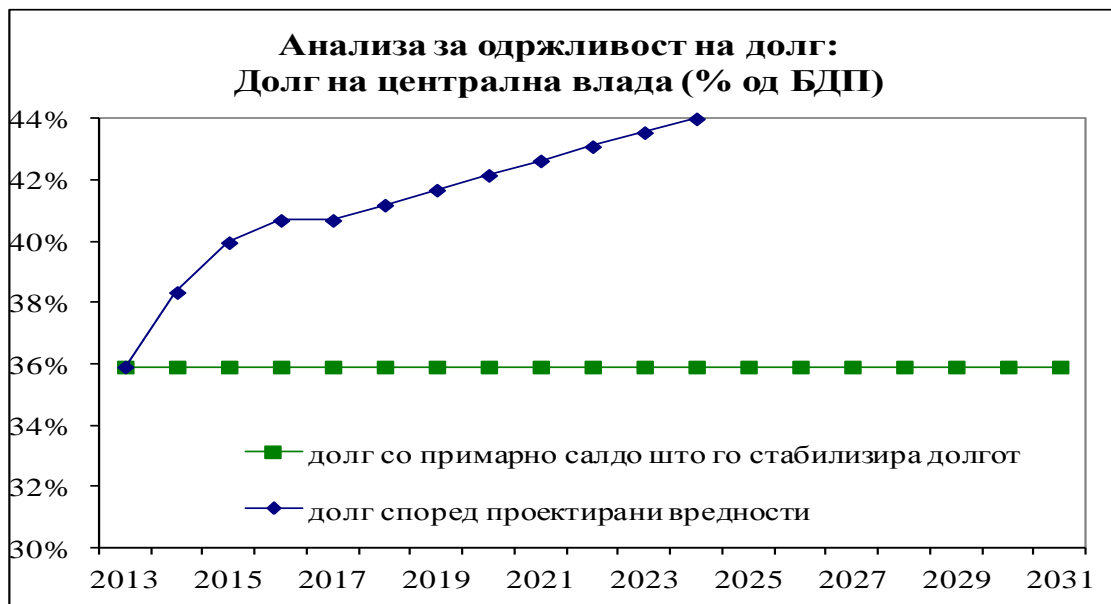


Извор: Пресметки на авторот.

Имено, преку анализата на динамиката на движење на долгот на Централната влада, се согледува дека на долг рок долгот на Централната влада ја надминува вредноста од 40,3 % во 2017 година, што подразбира потреба од остварување на пониско ниво на буџетски дефицит со цел да се подобри одржливоста на фискалната политика на долг рок. Со оглед на долгорочноста на симулациите, треба да се има предвид дека при анализата на резултатите постои можност да дојде до промена на основните претпоставки во рамките на анализата. Токму поради тоа, направените истражувања имаат поголема релевантност на краток рок, бидејќи е поголема веројатноста за точност на проектираните движења на основните индикатори кои се потребни за анализа на фискалната одржливост.

На крај, со цел да се оцени движењето на долгот во однос на БДП при промена на претпоставките, за клучните варијабли ќе направиме тестирање на основното сценарио преку промена на стапката на реален раст од просечната 3,9% на 3,2% и појава на минимална депресијација на девизниот курс од 0,5% во 2014 година. Притоа забележуваме дека долгот на Централната влада при овие два стрес-теста добива експлозивна патека со вредности кои изнесуваат 46,9% од БДП до 2030 година. Зголемувањето на долгот би било уште поголемо при повисоки примарни фискални дефицити, што претставува неодржлива фискална политика на долг рок со негативни економски ефекти (Графикон 17-5).

Графикон 17-5.



Извор: Пресметки на авторот.

Ваквата неодржливост на фискалната политика произлегува од високото учество на долгот деноминиран во евра во надворешниот долг, што ја зголемува ранливоста на државата на шокови на страната на девизниот курс. При единечно алтернативно стрес - сценарио на реална депресијација на девизниот курс на денарот од 3%, се забележуваат повторно експлозивни движења на долгот кои значително ја загрозуваат фискалната одржливост на долг рок и ја зголемуваат потребата од превентивни мерки. Оттука заклучуваме дека моменталното ниво на долг на Централната влада е одржливо, но доколку примарното буџетско салдо што го стабилизира долгот продолжи да се зголемува, тогаш постои опасност од нарушување на одржливоста на долгот на долг

рок, што укажува на потреба од преземање мерки за фискална консолидација, со што би се избегнале негативните фискални импликации и економски нарушувања.

5.5 Дизајнирање на модел на одржлива и ефикасна координација на фискалната и монетарната политика во функција на основните макроекономски цели

Емпириската анализа на координацијата на фискалната и монетарната политика во Македонија вклучува примена на теоретски модел за координација на фискалната и монетарната политика, кој прв пат беше применет во декември 2013 година од страна на Западноафриканскиот монетарен институт (West African Monetary Institute-WAMI) за анализа на коефициентот на јачина на координацијата на монетарната и фискалната политика во земјите на Западноафриканската монетарна зона.³³² Поради неговата едноставност и јасност, како и одличната теоретска подлога, го реплицираме моделот за Македонија.

5.5.1 Теоретска рамка и методологија

5.5.1.1 Спецификација на теоретскиот модел

Најчестоприменувана функција на корисност на фискалните и монетарните власти во литературата (Andlib, et al, 2012, Raj, et al, 2011) обично е функцијата со три аргументи, и тоа: **невработеноста, инфлацијата и стапката на раст на потенцијалниот аутпут**. Разликата помеѓу функцијата на корисност на двете политички институции произлегува од фактот што фискалните авторитети доделуваат поголема важност на невработеноста во однос на инфлацијата, додека монетарните власти посветуваат поголемо внимание на контрола на инфлацијата, отколку невработеноста. Функциите на корисност се специфицирани на следниот начин:

$$U^F = f(\hat{\mu}, \pi, \theta) \quad (1)$$

$$U^M = f(\hat{\mu}, \pi, \theta) \quad (2)$$

³³² Fiscal and monetary coordination in the WAMZ: Implications for member states performance on the convergence criteria, West African Monetary Institute (WAMI), WAMI Occasional Paper Series Vol.1 No. 4, ACCRA, GHANA, December, 2013, p. 18-22.

каде што U^F и U^M се функциите на корисност на фискалните и монетарните власти, соодветно, и $\hat{\mu}$, π и θ се стапката на невработеност, стапката на инфлација и стапката на раст на потенцијалниот аутпут, соодветно. Ознаката над μ имплицира дека поголема тежина, односно внимание е посветено на стапката на невработеност и на ист начин, ознаката над π подразбира дека поголемо внимание е посветено на инфлацијата. Сепак, стапката на невработеност може да се моделира како функција од каматната стапка и фискалниот дефицит (r, s). Според тоа, $\mu = f(r, s)$. Така, равенките (1) и (2) може да бидат дополнети како

$$U^F = f(r, s, \pi, \hat{\theta}) \quad (3)$$

$$U^M = f(r, s, \hat{\pi}, \theta) \quad (4)$$

Равенките (3) и (4) тврдат дека функциите на корисност на фискалните и монетарните власти зависат од инструментите и таргетите на одделните политики. Имено, додека фискалните власти настојуваат да го решат проблемот на максимизирање на растот кој е предмет на ограничувања од монетарниот и надворешниот сектор, монетарните власти се соочени со проблем на минимизирање на инфлација со ограничувања од фискалниот и надворешниот сектор. Ограничувањата на двете политички институции можат да бидат формулирани како функција на реакција на следниот начин:

$$s = f(m, \theta, g, d) \quad (5)$$

$$r = f(s, \pi, e, \varpi) \quad (6)$$

каде што m, g , и d во формулата (5) се дефинирани како примарни пари/раст на БДП, јавни расходи/раст на БДП и јавен долг/раст на БДП, соодветно, и e и ϖ во равенката (6) се однесуваат на депресијација/ап्रेसијација на девизниот курс и девизни резерви/раст на БДП. Во функцијата на корисност на фискалната политика, коефициентот примарни пари/раст на БДП се очекува да го вклучи приходот од сеинораж што се генерира од прилагодување на монетарната база, додека јавниот долг треба да го опфати расположливиот фискален простор на фискалните власти. Коефициентот јавни расходи/раст на БДП, исто така се смета за клучна детерминантна на фискалниот дефицит при дадена претпоставка дека соодносот јавни приходи/раст на БДП останува релативно константен, бидејќи колекцијата на јавни приходи зависи во голема мера од постојните даночни закони, а тие не се менуваат многу во текот на

годините. Од друга страна, флукуациите на девизниот курс и девизните резерви исто така се важни за монетарните власти, особено при фиксен девизен курс, бидејќи се инкорпорирани во функцијата на реакција на монетарната политика. Максимизирањето на функциите на корисност на фискалните и монетарните власти во однос на потенцијалниот аутпут и инфлацијата соодветно, и ограничувањата на фискалните и монетарните власти (функциите на реакција) ги даваат следните равенки:

$$\theta = f(m, s, \pi, d, \lambda) \quad (7)$$

$$\pi = f(m, s, \theta, e, \varpi, \lambda) \quad (8)$$

Равенката (7) тврди дека рамнотежното ниво на потенцијален аутпут во економијата е функција од растот на понудата на примарни пари, фискалниот дефицит, инфлацијата и јавниот долг. Според равенката (8), рамнотежното ниво на инфлација има свои аргументи како растот на монетарната база, фискалниот дефицит, нивото на потенцијален аутпут, депресијацијата на девизниот курс и девизните резерви. Означката λ во двете равенки (7) и (8) претставува коефициент на ограничувањата кој ја вклучува маргиналната корисност на инструментите за прилагодување на политиките. Притоа, исто така треба да се потенцира дека, додека прилагодувањата на аргументите во равенката (7) се очекува да го максимизираат растот на потенцијалниот аутпут, аргументите од равенката (8) се очекува да ја минимизираат стапката на инфлација. Оттука, со пишување на двете равенки како минимизирање на проблемите, равенката (7) може да се трансформира преку пишување на нивото на потенцијален аутпут како производствен (аутпут) јаз.

Следствено на ова, проблемот се намалува преку одредување на потребните промени во растот на монетарната база, фискалниот дефицит, инфлацијата и јавниот долг, со цел да се минимизира производствениот јаз, односно флукуациите на производствениот јаз за да се одржи аутпутот (БДП) блиску до неговото потенцијално ниво.

5.5.1.2 Спецификација на емпирискиот модел

Спецификацијата на емпирискиот модел започнува со тестирање на оперативната независност на фискалните и монетарните власти. Прашањето за координација на монетарната и фискалната политика се наметнува само во случај на

постоење на независност на двете институции, најмалку во оперативна смисла. Ова е изведено со примена на Гренцеров тест на каузалност на индикаторите на фискалната и монетарната политика, односно помеѓу показателот фискален дефицит/БДП и понуда на пари/БДП, притоа истовремено испитувајќи го постоењето на коинтеграција помеѓу двата индикатори. Додека Гренцеровиот тест на каузалност го определува влијанието на минатите вредности на една варијабла врз сегашната вредност на друга варијабла, тестот на коинтеграција одредува дали постои врамнотежена врска помеѓу две варијабли на долг рок.

Двете институции се сметаат за независни доколку не постои коинтеграција или каузалност во индикаторите на нивните респективни фискални и монетарни ставови. Оттука, треба емпириски да се испита дали постои експлицитна координација на монетарната и фискалната политика. Така, откако ќе се забележи постоењето на независност помеѓу двете институции, се преминува на следниот чекор кој вклучува детерминирање на степенот на координација помеѓу нив во услови на дадени различни економски шокови. Оваа студија го применува **сет теоретскиот пристап** за испитување на постоењето на експлицитна координација на фискалната и монетарната политика врз основа на методологијата на **Arby and Hanif (2010)**.³³³

Овој сет теоретски пристап за моделирање на експлицитната координација користи сет од повеќе теории. Со цел да се детерминира постоењето и ефикасноста на експлицитната координација, овој пристап конструира матрица на макроекономското окружување (macroeconomic environment matrix) и матрица на одговорот на политиката (policy response matrix) со поврзување и споредување на можните исходи во сет теоретска форма. Матрицата на таргетот на монетарната и фискалната политика е конструирана на следниот начин:

Табела 6-5. Матрица на макроекономското окружување

Таргет		Шокови на таргетот на монетарната политика (инфлација)	
		Позитивен (P)	Негативен (N)
Шокови на таргетот на фискалната политика (економски раст)	Позитивен (P)	P,P	P,N
	Негативен (N)	N,P	N,N

³³³ Arby, M. F. and Hanif, M. N. (2010), "Monetary and Fiscal Policies Coordination: Pakistan's Experience", *SBP Research Bulletin*, Volume 6, No. 1

Во Табела 6-5, економското окружување може да претстави четири можности на шокови на монетарната и фискалната политика. Една можност е ситуација во која шоките на инфлацијата и растот се позитивни, што соодветствува на економското окружување претставено преку (P,P); додека друга можност е кога шоките на инфлацијата и растот се негативни, што доведува до политичко окружување (N,N). Сепак, можат да постојат и спротивставени шокови на инфлацијата и растот кој ги претставуваат или (P,N) или (N,P) политичките окружувања. Може да се забележи дека ќелијата (P,P) дефинира прегревање на економијата со зголемување на растот на производството и инфлацијата, додека ќелијата (N,N) претставува економско забавување или рецесија со брзо опаѓање на растот на производството (или контракција на економијата) и дефлација. Овие две сценарија се нормално циклично поврзани со патеката на раст на економијата.

Сепак, ќелијата (N,P) дефинира нестабилно економско окружување со низок раст на производството и висока инфлација, што неизбежно бара активна политичка интервенција со цел да се воспостави нормалното окружување. Ќелијата (P, N) исто така дефинира нестабилна економија со висок раст на производство и ниска инфлација, што иницира интензивно користење на недоволно искористените ресурси. Така, најдобрата политика во овој случај може да биде неактивност на политиките. Оттука, со цел да се избегне потенцијалната двосмисленост што може да настане во ситуации кои не бараат сериозна политичка интервенција, шоките кои се идентификувани во табела 6-5 треба да бидат шокови што предизвикуваат растот на производството и инфлацијата значително да отстапуваат од нивните долгорочни (рамнотежни) патеки. Така, шок на растот (односно производствениот јаз) претставува девијација на фактичкиот аутпут од потенцијалниот аутпут, додека шок на инфлацијата се дефинира како разлика помеѓу набљудуваното ниво на инфлација и рамнотежното ниво на инфлација. Притоа, одговорите на фискалните и монетарните власти на шоките на политиките се претставени во табела 7-5.

Табела 7-5. Матрица на одговорот на политиката (поставеноста на политиките)

Насока на политиката		Одговор на монетарната политика	
		Контракција (C)	Експанзија (E)
Одговор на фискалната политика	Контракција (C)	C, C	C, E
	Експанзија (E)	E, C	E, E

Како реакција на политичкото окружување (P, P), најверојатен одговор на политиките претставува контрактивна фискална и монетарна политика како што е прикажано преку ќелијата (C, C) во Табела 7-5. Ќелијата (E, E) го претставува одговорот на експанзивната фискална и монетарна политика на политичкото окружување прикажано во ќелијата (N, N). Слично на тоа, ќелиите (C, E) и (E, C) се одговорите на шоките во ќелиите (P, N) и (N, P), соодветно.

Потребно е да се забележи дека одговорот на политиките може да дојде со одредени задоцнувања, бидејќи носителите на политиките прво го набљудуваат влијанието на шоките, па дури потоа преземаат политичка акција. Имено, додека носителите на политиките целосно ја антиципираат природата и потенцијалното влијание на шоките за преземање на соодветната акција, влијанието на шоките може да биде неутрализирано или намалено. Притоа, во случај кога влијанието не отстапува многу од рамнотежната патека за да гарантира понатамошни политички интервенции, оваа ситуација нема да се смета како неопходна координација.

Оттука, **јачината на координација на монетарната и фискалната политика** е дефинирана на следниот начин:

$$spc_t = \{n(P_{t-1}P_{t-1} \cap C_tC_t) + n(P_{t-1}N_{t-1} \cap C_tE_t) + n(N_{t-1}P_{t-1} \cap E_tC_t) + n(N_{t-1}N_{t-1} \cap E_tE_t)\} / T \quad (9)$$

каде што $spc \equiv$ коефициент на јачината на координација на монетарната и фискалната политика, $t \equiv$ временскиот период и $T \equiv$ вкупниот број на опсервации на временските серии. Ако spc достигне вредност блиску до еден ($0,5 < spc < 1$), координацијата на политиките се смета за силна, но ако spc достигне вредност помала од 0,5 ($0 < spc < 0,5$), тогаш координацијата се смета за слаба. Притоа, координацијата на политиките е перфектна, кога сите четири квадранти на матрицата на макроекономско окружување и матрицата на одговор на политиките (поставеност на политиките) се складни, или кога $spc = 1$, а координацијата на монетарната и фискалната политика нема да постои, кога $spc = 0$. Откако го објаснивме сет теоретскиот модел ќе преминеме на објаснување на неговата примена во случајот на Република Македонија.

5.5.2 Примена на сет теоретскиот модел во случајот на Република Македонија

Анализата на координацијата на монетарната и фискалната политика во Република Македонија го вклучува временскиот период од 2002 до 2013 година. Според моделот, во фокусот на фискалната политика е растот на БДП, додека во фокусот на монетарната политика е инфлацијата. Така, фискалната политика е поставена со цел да се минимизираат флукуациите во производствениот јаз, додека монетарната политика е поставена со цел да се минимизираат отстапувањата од таргетираното рамнотежно ниво на инфлација.

Табела 8-5. Основните таргети на фискалната и монетарната политика во Македонија во периодот 2002-2013 година (како % од БДП)

Година	Стапката на реален раст на БДП	Стапката на инфлација	Заедничко окружување
2002	0,9 N	1,8 N	NN
2003	5,5 P	1,2 N	PN
2004	4,7 P	-0,4 N	PN
2005	4,4 P	0,5 N	PN
2006	5,0 P	3,2 N	PP
2007	6,1 P	2,3 N	PN
2008	5,0 P	8,3 P	PP
2009	-0,9 N	-0,8 N	NN
2010	2,9 N	1,6 N	NN
2011	2,8 N	3,9 P	NP
2012	-0,4 N	3,3 P	NP
2013	2,9 N	2,8 N	NP

SS_GDP **3,2** **SS_Inf** **2,3**

Во Табела 8-5 се прикажани стапката на реален раст на БДП и стапката на инфлација (како проценти) во периодот од 2002-2013 година. Покрај тоа, на крајот се пресметани долгорочното рамнотежно ниво на БДП и таргетираното рамнотежно ниво на инфлација, кои ќе бидат основа за да се оцени карактерот и насоката на фискалната и монетарната политика во Македонија. Според податоците од Табела 8-5, таргетот на фискалната политика, односно долгорочното рамнотежно ниво на БДП (SS_GDP - steady state_GDP) изнесува 3.2³³⁴, што значи дека секоја вредност на стапката на

³³⁴ Долгорочното рамнотежно ниво на БДП се пресметува како историски просек од реалните стапки на раст на БДП во периодот 2002-2013 година. На ист начин е пресметано и таргетираното рамнотежно ниво на стапката на инфлација.

реален раст на БДП што е пониска од оваа вредност, претставува негативен производствен јаз, односно негативен шок и е означена со N, додека секоја вредност што е повисока се смета за позитивен производствен јаз, односно позитивен шок и е означена со P. На пример, во 2009 година, поради кризата имаше негативен производствен јаз од -0.9, што укажува на негативен шок на економската активност. Спротивно на тоа, во 2007 година имаше позитивен производствен јаз од 6.1, односно позитивен шок на економската активност.

Основниот таргет на монетарната политика, односно таргетираното рамнотежно ниво на инфлација што се смета за референтно (SS_Inf – steady state inflation) во анализираниот период изнесува 2.3, што значи дека секоја вредност на стапката на инфлација што е повисока од оваа вредност се смета за позитивен шок, односно повисока инфлација, додека секоја вредност што е пониска од таргетираната се смета за негативен шок, односно дефлација. На пример, стапката на инфлација во 2009 година изнесуваше -0.8% што соодветствува на негативен шок, односно дефлација поради светската финансиска криза, додека во 2012 година стапката на инфлација изнесуваше 3,3%, што подразбира позитивен шок, односно стабилно ниво на цени.

Табела 9-5. Основните инструменти на монетарната и фискалната политика за остварување на поставените таргети

Година	Буџетско салдо на централен буџет и фондови, % од БДП		Каматна стапка на благајнички записи	
2002	-5,6	E	12,2	C
2003	-1,0	C	8,2	C
2004	0,0	C	7,7	C
2005	0,2	C	9,5	C
2006	-0,5	C	6,0	E
2007	0,6	C	5,1	E
2008	-0,9	C	6,5	E
2009	-2,7	E	8,5	C
2010	-2,4	E	5,7	E
2011	-2,5	E	4,0	E
2012	-3,9	E	3,8	E
2013	-4,1	E	3,3	E
SS_Budget Balance	-1,9		SS_CB_Bill	6,7

Основниот инструмент на фискалната политика за остварување на поставениот таргет (долгорочното рамнотежно ниво на БДП) претставува буџетското салдо, односно салдо на централен буџет и фондови изразено како процент од БДП, додека основниот инструмент на монетарната политика претставува каматната стапка на благајнички записи (Табела 9-5).

Од Табела 9-5 може да се забележи дека доколку фискалната политика настојува да го оствари долгорочното рамнотежно ниво на БДП, треба да остварува буџетски дефицит (steady state Budget Balance) од -1,9% од БДП, при што секое зголемување на дефицитот над ова ниво соодветствува на експанзивна фискална политика, додека секое намалување под оваа референтна вредност укажува на рестриктивна фискална политика. Ова уште се нарекува и **став на фискалната политика, односно “fiscal policy stance”**.

Спротивно на ова, доколку монетарната политика одлучи да го достигне таргетираното рамнотежно ниво на инфлација, тогаш таа треба да одржува каматна стапка на благајнички записи од 6,7%. Ова претставува вкупна пондерирана просечна каматна стапка на благајнички записи со рок на доспевање од 28 дена и уште се нарекува **став на монетарната политика, односно “monetary policy stance”**. Оттука, секое зголемување на каматната стапка над таргетираното рамнотежно ниво на каматната стапка на благајнички записи се смета за контрациклична (contractive) политика, додека секое намалување под референтното ниво се смета за лабава (easy) монетарна политика.

Матрицата на макроекономското окружување и матрицата на одговорот на монетарната и фискалната политика во периодот од 2002 до 2013 година се прикажани во Табела 10-5.

Во **Матрицата на макроекономско окружување** се прикажани шоките на таргетот на фискалната и монетарната политика, односно соодветните економски окружувања. На пример, во 2002 година економското окружување е претставено преку ќелијата NN. Тоа значи истовремено присуство на негативен шок на таргетот на фискалната политика (растот) и негативен шок на таргетот на монетарната политика (инфлацијата), што соодветствува на воениот конфликт во 2001-2002 година во Македонија.

Табела 10-5. Матрица на макроекономското окружување и матрица на одговорот на политиката

Година	Матрица на макроекономското окружување	Теоретски вредности	Матрица на одговорот на политиката
2002	NN	NP	EC
2003	PN	PP	CC
2004	PN	PP	CC
2005	PN	PP	CC
2006	PP	PN	CE
2007	PN	PN	CE
2008	PP	PN	CE
2009	NN	NP	EC
2010	NN	NN	EE
2011	NP	NN	EE
2012	NP	NN	EE
2013	NP	NN	EE

Одговорот на фискалната и монетарната политика е прикажан во **Матрицата на одговор на политиката** преку ќелијата EC, односно примена на експанзивна фискална политика (E-easy) и контрактивна монетарна политика (C-contractive). Имено, во тој период поради потребата за финансирање на воените потреби (набавка на воена опрема и исплата на надоместокот на припадниците на редовниот и резервниот состав на полицијата и армијата) фискалната политика беше експанзивна, додека монетарната политика, со цел да ги неутрализира монетарните последици од зголемената воена потрошувачка, како и да ги совлада шпекулативните притисоци на девизниот пазар беше рестриктивна и насочена кон одржување на стабилноста на девизниот курс и нивото на цени.

Генерално, може да се забележи дека фискалната политика имаше контрацикличен одговор од 2003 до 2008 година, додека монетарната политика од 2003 до 2006 година, резултираше со релативно слаба поддршка на економскиот раст и предолга рестриктивност на монетарната политика. Монетарната политика продолжи да биде рестриктивна и по завршувањето на војната и до почетокот на 2003 година ги одржуваше каматните стапки на двоцифрено ниво. Потоа, по краткотрајното намалување, Централната банка повторно започна со затегнување на монетарната политика, така што каматните стапки се задржаа на нивото од околу 10% дури до

крајот на 2005 година. Тогаш, настапи пресврт во монетарната политика, која постојано ги намалуваше каматните стапки сведувајќи ги на ниво под 5% на крајот на 2007 година.³³⁵

Настанувањето на светската финансиска криза и големиот пад на девизни резерви предизвикаа ново свртување на монетарната политика која одговори со зголемување на каматните стапки во текот на 2008 и 2009 година, така што тие достигнаа ниво од 9%. Контрактивниот одговор беше прекинат во 2010 година, кога монетарната политика започна период на постојано олабавување, односно намалување на каматните стапки на благајничките записи до нивото 3,25% на крајот на 2013 година. Во целиот анализиран период може да се забележи дека единствен теоретски координиран одговор на монетарната и фискалната политика постои во 2007 година (СЕ на окружувањето PN) и во 2010 година (ЕЕ на окружувањето NN).

Од посебно значење е координацијата на монетарната и фискалната политика во рамките на светската финансиска криза. Така, во 2009 година одговорот на фискалната и монетарната политика на окружувањето NN (негативен шок на таргетот на фискалната и монетарната политика) беше ЕС, односно експанзивна фискална политика и рестриктивна монетарна политика. Одговорот на фискалната политика беше последица на потребата за неутрализирање на негативниот ефект на светската криза врз македонската економија, преку зголемување на јавните инвестиции и агрегатната побарувачка, како и преземање на четири пакет-мерки кои беа насочени кон претпријатијата со наталожени проблеми и намалена ликвидност од минатото, бројни инфраструктурни проекти од областа на патната и железничката инфраструктура, здравството, образованието, даночната политика, социјалната политика, имотно - правните прашања, земјоделството, градежништвото, како и мерки во областа на регулаторната гилотина.

Контрактивниот одговор на монетарната политика се должеше на потребата од зачувување на стабилноста на девизниот курс и спречување на одливот на девизни резерви од државата. Имено, поради отежнатите услови за финансирање на меѓународните пазари на капитал, фискалната политика во 2009 година дефицитот го финансираше од домашни извори преку понудата на државните записи со повисока каматна стапка. Оттука, банките наместо да инвестираат во благајнички записи,

³³⁵ Петрески, Г. (2013). „Улогата на монетарната и фискалната политика во макроекономска стабилизација”, Политичка мисла, Бр. 42, стр. 47-58.

средствата ги вложуваа во државни записи кои носеа повисока каматна стапка. Така, поради значителниот трансфер на средствата од банките кон државните записи, НБРМ кон крајот на март 2009 година ја зголеми каматната стапка на благајнички записи од 7% на 9%, што доведе до истиснување на приватните инвестиции и намалено кредитирање на банките. Фискалните и монетарните мерки на крајот дадоа позитивни ефекти што овозможија стабилизирање на економијата и избегнување на поголеми негативни ефекти од светската финансиска криза.

Врз основа на податоците од Табела 10-5 и делувањето на монетарната и фискалната политика, можат да се извлечат **следните заклучоци** во поглед на стабилизациското дејство на двете главни економски политики и нивната координираност: во текот на 2001 и 2002 година беше водена експанзивна фискална политика како реакција на негативниот производствен јаз што доведе до неутрализирање на неповолните тенденции во економската активност и рестриктивна монетарна политика, иако економијата се наоѓаше во длабока рецесија. Ваквото проциклично дејствување на монетарната политика е сосема разбирливо поради режимот на фиксен девизен курс во кој оперира Централната банка и кој поставува сериозни ограничувања во однос на можноста за водење на стабилизациска монетарна политика.

Според ова, за време на војната и по војната од 2001 година, монетарната и фискалната политика делуваа во спротивна насока, односно се однесуваа како стратегиски супститути, при што монетарната политика настојуваше да ги неутрализира ефектите од фискалната експанзија. Во текот на 2003-2005 година, фискалната политика имаше неутрална улога и не придонесуваше за затворање на производствениот јаз, додека монетарната политика водеше рестриктивна монетарна политика и покрај потребата за затворање на производниот јаз, што соодсвестува на постоење на неефикасна координација на политиките. Така, периодот од 2003-2008 година може да се оцени како период на „грешки“ во водењето на монетарната политика.

Во 2006 година, економијата навлезе во фазата на експанзија и во следните две години фискалната политика делуваше контрациклично со тенденција да не го попречи подемот на економијата, додека монетарната политика делуваше во спротивна насока, односно повторно се однесуваа како стратегиски супститути. Во текот на 2008 и 2009 година, Централната банка повторно имаше проциклична насока, бидејќи беше

соочена со острите ограничувања на режимот на фиксен девизен курс, додека фискалната политика беше контрациклична и насочена кон ублажување на негативните ефекти од светската финансиска криза и зголемување на агрегатната побарувачка. Оптимална координација беше воспоставена дури по 2010 година, кога монетарната политика започна да олабавува и да ја следи контрацикличната насока на фискалната политика, што придонесе за намалување на негативниот произведен јаз и подобрување на координацијата на монетарната и фискалната политика до крајот на 2013 година, што емпириски е потврдено во Табела 10-5 преку ќелиите ЕЕ во последните четири години.

5.5.2.1 Презентација и анализа на емпириските резултати

Коефициентот на јачина на координацијата на монетарната и фискалната политика за Република Македонија во периодот 2002-2013 година, согласно равенката (9), **изнесува 33%**, односно вредноста на коефициентот е под 50%, што укажува на **слаба координација на монетарната и фискалната политика** во анализираниот период. Покрај тоа, на крајот се пресметани и **коефициентите за прудентност на монетарната и фискалната политика**, кои изнесуваат **42% и 75%** соодветно, што значи дека фискалната власт имплементирала релативно попрудентни политики во однос на монетарната власт (Табела 11-5).

Основната равенка за пресметување на коефициентот на јачина на координацијата на монетарната и фискалната политика беше прикажана на следниот начин:

$$spc_t = \{n(P_{t-1}P_{t-1} \cap C_tC_t) + n(P_{t-1}N_{t-1} \cap C_tE_t) + n(N_{t-1}P_{t-1} \cap E_tC_t) + n(N_{t-1}N_{t-1} \cap E_tE_t)\} / T$$

При пресметувањето, најпрвин се тргнува од одделно пресметување на четирите можни и оптимални комбинации на матрицата на макроекономско окружување и матрицата на одговор на политиката ($PP \cap CC$, $PN \cap CE$, $NP \cap EC$ и $NN \cap EE$), со тоа што се бара колку пати се среќава некоја од овие комбинации во рамки на анализираниот период и матрицата на одговорот на политиката се споредува со макроекономското окружување од претходната година (t-1) поради временското задоцнување во имплементирање на монетарната и фискалната политика.

Табела 11-5. Пресметка на коефициентот на јачина на координација на монетарната и фискалната политика и коефициентите на прудентност на монетарната и фискалната политика во случајот на Република Македонија

Година	Матрица на макроекономско окружување	Матрица на одговорот на политиката	PP (-1) CC	PN(-1) CE	NP(-1) EC	NN(-1) EE	spc score	Коефициент на прудентност на монетарната политика	Коефициент на прудентност на фискалната политика	
2002	NN	EC	0		0					
2003	PN	CC	0		0			0	0	
2004	PN	CC	0		0			0	1	
2005	PN	CC	0		0				1	
2006	PP	CE	0	1	0			1	1	
2007	PN	CE	0		0				1	
2008	PP	CE	0	1	0			1	1	
2009	NN	EC	0		0			1	0	
2010	NN	EE	0		0	1		1	1	
2011	NP	EE	0		0	1		1	1	
2012	NP	EE	0		0				1	
2013	NP	EE	0		0				1	
T		12						0,33	0,42	0,75

Извор: Пресметки на авторот.

Така, комбинацијата PP ∩ CC од четврта колона и комбинацијата NP ∩ EC од шеста колона не се среќаваат ниту еднаш во рамките на целиот анализиран период, односно n = 0 и споредбата се прави, на пример, одговорот на политиката во 2006 и 2011 година (ќелија SE и EE, соодветно) се споредуваат со макроекономското окружување од 2005 и 2010 година поради временското задоцнување (ќелија PN и NN, соодветно,).

Оттука, комбинациите PN ∩ SE и NN ∩ EE се среќаваат два пати, и тоа: PN ∩ SE во 2006 и 2008 година и NN ∩ EE во 2010 и 2011 година. Бројот на опсервации на временските серии изнесува 12, односно анализите се прават 12 години, започнувајќи од 2002 до 2013 година (T=12), додека n ни покажува колку пати се случило некој макроекономски шок да е PN ∩ SE (еднаш во 2006, еднаш во 2008) и NN ∩ EE (еднаш во 2010 и 2011 година). Така, со замена на добиените вредности се добива коефициентот 0,33.

$$\text{sprc score} = (1 + 1 + 1 + 1)/12 = 0,33$$

Коефициентот на прудентност на монетарната политика и коефициентот на прудентност на фискалната политика (monetary and fiscal prudence score) се добиваат со споредување на првиот дел од ќелијата на Матрицата на одговор на политиката, на пример во 2004 година во ќелијата CC се анализира само првото C (фискалната политика) со макроекономското окружување во ќелијата PN само P во 2003 година (поради временското задоцнување), односно фискалната политика во 2004 година била прудентна, бидејќи на позитивниот шок на таргетот на фискалната политика (растот) одговорила со контрактивна фискална политика и на тој начин во редицата за 2004 година ѝ се определува вредност 1 за прудентен одговор, или 0 за непрудентен одговор како во случајот на 2003 и 2009 година.

Начинот на пресметување е идентичен и за монетарната политика, односно во 2011 година одговорот на монетарната политика E (втората ознака од ќелијата EE) се споредува со N (втората ознака од ќелијата NN од 2010 година), при што се добива дека монетарната политика во 2011 година била прудентна, бидејќи на негативниот шок на таргетот на монетарната политика (инфлацијата) во 2010 година одговорила со експанзивна монетарната политика. На крај, се собираат сите ознаки за прудентен одговор и се делат со времето на опсервации (12) и се добиваат 42% и 75%, соодветно. Сепак, од круцијално значење во поглед на координацијата на монетарната и фискалната политика е да се забележи дека доколку анализата се изведува од 2006 до

2013 година со примена на истите податоци ќе се добие коефициент на јачина на координација од 55%, што покажува дека координацијата на монетарната и фискалната политика значително се подобрила по 2006 година и дека за негово одржување и зајакнување потребно е одговорно однесување, донесување навремени и економски издржани одлуки, транспарентност и континуирана соработка со приватниот сектор.

Оттука, целта на економската политика има силно влијание врз донесувањето на одлуки во поглед на комбинацијата на инструментите на монетарната и фискалната политика, што подразбира дека координацијата на овие две политики е од огромно значење за ефектите на целокупната економска политика кои главно се насочени кон обновување на економијата блиску или на ниво на потенцијален БДП. Ова значи дека т.н. неконзистентен и некоординиран фискално-монетарен микс доведува до сиромашни економски остварувања на економијата, што значително ја потврдуваат важноста и огромната потреба од ефективната и ефикасна координација на фискалната и монетарната политика која ќе биде насочена кон остварување на стабилен економски раст, ниво на полна вработеност, врамнотежен платен биланс и стабилно ниво на цени.

РЕЗИМЕ

Координацијата помеѓу монетарната и фискалната политика е клучна за одржлив економски раст во согласност со ценовната стабилност и стабилен биланс на плаќање. **Без ефикасна координација може да дојде до пораст на финансиската нестабилност, која доведува до високи каматни стапки, притисок на девизниот курс, брза инфлација и негативен импакт врз економскиот раст.** За да биде ефикасна, координацијата мора да се заснова на одржливи и кредибилни монетарни и фискални политики. Имено, иако носителите на политичките одлуки се обидуваат да ги координираат нивните политики, сепак, нивните напори ќе пропаднат доколку една или и двете политики се неодржливи. Колку е помалку кредибилна една политика, толку поголем ќе биде товарот на другата политика.

Фискалната политика генерално се однесува на одлуките на фискалните власти во поглед на оптималната употреба на оданочувањето и јавната потрошувачка со цел да се регулира агрегатното ниво на економска активност. **Монетарната политика** се однесува на контролата на централните банки врз обемот на кредити во економијата со цел постигнување на нејзината основна цел – стабилност на цените. Контролата може да се постигне преку монетарниот систем, и тоа со управување на агрегатите како - понуда на пари, нивото и структурата на каматните стапки и други услови кои влијаат врз кредитите во економијата.

Во текот на светската економска криза, монетарните и фискалните власти одговорија со агресивно координирање на мерките на фискалната и монетарната политика со цел ублажување на негативните последици од економската и финансиската криза. Централните банки започнаа процес на масовно намалување на каматните стапки и примена на неконвенционални монетарни инструменти, додека фискалните власти забележаа високи буџетски дефицити како последица на намалените јавни приходи и обемните фискални пакети.³³⁶ Енергичниот одговор на централните банки и владите ширум светот значително го привлекоа вниманието на многу истражувачи на темата- интеракција помеѓу фискалната и монетарната политика и нивното влијание врз економијата.

Постои бројна литература што ја истражува интеракцијата помеѓу фискалната и монетарната политика. Поради различните сегменти што се

³³⁶ Tomšík, V. (2012). Some insights into monetary and fiscal policy interactions in the Czech Republic, BIS Papers, No. 67, p.2.

истражуваат, трудовите се делат во повеќе групи. На пример, со цел да се одговори на хипотезата зошто има потреба од координација помеѓу монетарната и фискалната политика кога монетарната политика е посветена на остварување на ценовна стабилност, Lambertini and Rovelli (2005) ги делат претходните теоретски студии од оваа проблематика во пет групи.³³⁷ Во овој поглед, **првата група автори** кои се занимаваат со проучување на монетарните импликации на фискалната недисциплина (Sargent and Wallace, 1981) нагласуваат дека моментот кога фискалниот дефицит достигнува степен на предетерминираност и неодржливост, тогаш нивото на цените и монетарната политика престануваат да бидат егзогени.³³⁸ Оттука, овие автори **придонесоа фискалната дисциплина да се смета како важен предуслов за монетарната стабилност**, што подоцна се потврди и во многу емпириски анализи. Спротивно на тоа, Lambertini, Luca and Rovelli (2001) се спротивставуваат на тврдењето на Sargent and Wallace и заземаат став дека „дисциплинираната“ фискална политика која е неодржлива на долг рок, може да создаде притисок врз централната банка да се откаже од својата независност и да го монетаризира фискалниот дефицит, што автоматски ја зголемува потребата за координација.³³⁹ Нивното тврдење е дека дури и перфектно одржливи (на долг рок) фискални политики можат да го поткопаат политичкиот став на монетарната политика.

Втората група теоретски истражувања за интеракцијата и координацијата на монетарната и фискалната политика покажуваат дека **монетарните обврски и импликации имаат спротивен ефект на фискалната политика**. На пример, студии што ја истражувале интеракцијата помеѓу монетарната и фискалната политика во случај кога монетарната политика води антиинфлаторна политика, дошле до заклучок дека оваа ориентација има спротивен ефект врз мотивите на фискалните власти да го намалат нивото на јавен долг (Beetsma and Bovenberg, 1999, 2000). **Третата група** студии смета дека фискалните и монетарните политики базирани на правила не се ефикасни во остварувањето на зацртаните цели. Според нивните претпоставки, експанзивните фискални политики создаваат производствен јаз, односно отстапување на фактичкиот од потенцијалниот БДП, што предизвикува монетарните политики да

³³⁷ Šehović, D. (2013). General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013, 3, pp. 5-27 Received: 20 September 2013; accepted: 26 September.

³³⁸ Sargent, T.J., and Wallace, N. (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" *Quarterly Review*, FRB of Minneapolis, fall 1981 [Reprinted in *Rational Expectations and Inflation* 2nd Edition NY: Harper Collins College Publishers 1993.,p.10-14.

³³⁹ Lambertini, Luca and Rovelli (2001), "Independent or Coordinated? Monetary and Fiscal Policy in EMU" An unpublished paper of Università di Bologna.

продолжат да водат неконзистентни инфлаторни политики наместо политики на стабилизација на производството. Други автори преку примена на сопствени модели доаѓаат до слични заклучоци, односно покажуваат дека оние фискални власти кои применуваат дискрециони фискални мерки имаат негативно влијание врз оние монетарни власти кои имаат цврста посветеност кон примена на некое монетарно правило. Притоа, конечниот ефект во овие ситуации покажува дека монетарната политика е премногу контрактивна, а фискалната политика е недоволно експанзивна.

Промената во едната политика влијае врз ефективноста на друга политика. Оттука произлегува потребата за конзистентен монетарно-фискален микс и координација на овие политики, со цел колку што е можно повеќе да се избегнуваат негативните состојби и неконзистентностите. Денес, како и во многу случаи во минатото, постојат забелешки за недостатокот од координација на монетарната и фискалната политика. Имено, ставовите дека монетарната и фискалната политика се насочени кон различни, неврстени цели е прилично распространето. Ова однесување се смета дека се должи на негативните последици кои настанаа во минатото, поради миксот на експанзивната фискална политика и контрацикличната монетарна политика, што доведе до прегревање на економијата и одржување на енормно високи каматни стапки.

Основните области каде што вниманието треба да биде фокусирано се **управувањето со монетарната политика и управувањето со јавниот долг**. На долг рок, проблемот на координација на политиките е во тоа како да се дизајнира балансиран микс на монетарната и фискалната политика што е погоден за одржување на економијата на нејзината потенцијална, урамнотежена развојна патека – контролирајќи ја инфлацијата и промовирајќи финансиски услови за одржлив раст. Ова подразбира лимитирање на буџетскиот дефицит на ниво кое може да се финансира преку операциите на пазарот на капитал, без притоа да се креира нарушување на алокацијата на ресурси во економијата, без прибегнување кон директно монетарно финансирање од централната банка и без потпирање на прекумерно ниво на надворешно задолжување.

Заедничкото определување на целите и политиките на монетарните и фискалните власти е основен услов за ефикасна координација на политиките. Ситуација во која различните политики не се синхронизирани една со друга, односно постои пасивна реакција во една политичка област до командна позиција во друга политичка област, нема да придонесе да се оствари целта на максимизирање на

ефектите на политиките. На пример, поставување на многу рестриктивна политика за да ја компензира лабавата фискална политика, може да ги истисне приватните инвестиции и значително да ги зголеми трошоците за позајмување на државата.

Дополнително, координацијата на монетарната и фискалната политика зависи и од **развојот на финансиските пазари**. Имено, постои голем интерес од страна на монетарните и фискалните власти (министерот за финансии) за развојот на финансиските пазари, бидејќи тие се важни за економскиот развој и раст, го олеснуваат финансирањето на дефицитот и ги овозможуваат операциите на отворен пазар на централните банки. Како дел од развојот на финансиските пазари, од големо значење за носителите на политиките е да се вклучат во дискусии со потенцијаните пазарни учесници за пазарните практики, условите на пазарот и можните пречки. Врската помеѓу монетарната и фискалната политика силно зависи од развојот на финансиските пазари.

Потребата за координација на политиките, исто така, настанува во случај на **структурни реформи и либерализација на финансискиот сектор**.³⁴⁰ Таквите реформи можат да продолжат само во рамки на одржлива фискална политика која обезбедува макроекономска стабилност, фискална дисциплина и избегнување на даноци кои ја дискриминираат финансиската активност.³⁴¹ Имено, ако фискалните дефицити продолжат да се зголемуваат додека надлежните органи ги имплементираат потребните реформи во финансискиот сектор, каматните стапки би можеле да достигнат многу високи нивоа, или, ако каматните стапки се одржуваат на вештачки, ниски нивоа или ќе се распламти инфлацијата или побарувачката за кредити, што ќе доведе до значително зголемување на нарушувањата во алокацијата на ресурсите. Во секој случај, програмата за финансиски реформи ќе биде неуспешна. Присуството на државни долгови и начинот на кој властите се справуваат со нив, исто така ќе има силно влијание врз шансите за успех на реформите на финансискиот сектор.

Главната сфера на интеракција помеѓу монетарната и фискалната политика се однесува на **финансирањето на буџетскиот дефицит и монетарниот менаџмент**. Притоа, ставот на монетарната политика влијае врз капацитетот на владата да го финансира буџетскиот дефицит со менување на трошоците за сервисирање на долгот и

³⁴⁰ Leite, Sérgio Pereira (1992). Coordinating Public Debt and Monetary Management During Financial Reforms, International Monetary Fund, Working Paper WP/92/84, p.10-20.

³⁴¹ Заедно со подобрени правни, сметководствени и регулаторни системи во финансискиот сектор, ова се неопходните предуслови за успешна финансиска либерализација; Види World Bank (1989), World Development Report 1989.

со ограничување или проширување на достапните извори на финансирање. Во исто време, финансиските потреби на државата и нејзината стратегија за финансирање, поставуваат ограничување на оперативната независност на монетарната власт.

Во извршувањето на операциите на отворен пазар, централната банка мора да донесе одлука дали ќе интервенира преку тргување со нејзините сопствени записи или депозити или со државните хартии од вредност. **Изборот помеѓу овие два инструменти зависи од финансискиот пазар и од способноста на монетарните и фискалните власти да ги координираат таргетите на политиките и оперативните процедури.** Идеалниот избор од аспект на функционирањето на финансискиот пазар е монетарната политика да ги спроведе операциите на отворен пазар со државни хартии од вредност на секундарниот пазар, додека трезорот да го пласира долгот на примарниот пазар. Ова дозволува фискалните и монетарните авторитети истовремено да ги следат нивните сопствени цели, додека државните хартии од вредност да ја добијат потребната ликвидност. Сепак, во отсуство на секундарен пазар, фискалните и монетарните власти треба да оперираат на примарниот пазар. Во овој случај, важноста на политиката на координација е од пресудно значење за ефективно остварување на целите на монетарната и фискалната политика.

Ако координацијата помеѓу централната банка и трезорот е тешко да се постигне, централната банка може да емитира сопствени хартии од вредност/записи за да ги оствари целите на монетарната политика, додека трезорот може да емитира државни хартии од вредност/записи за да ги поддржи целите на менаџментот со долг. Сепак, дури и во овој случај е потребен одреден степен на координација со цел да се постигне ефикасна сегментација на пазарот (на пример, при справување со хартии од вредност кои имаат различен рок на достасување). Ова помага да се избегне непосредната конкуренција помеѓу фискалните власти – кои се обидуваат да го намалат трошокот за сервисирање на долгот – и монетарните власти – кои се трудат да ги одржат каматните стапки доволно високи за да се спречи прекумерна акумулација на ликвидност. Таквата конфронтација резултира со зголемување на трошоците на позајмување и на двете политички власти.

Во рамките на режим на фиксен девизен курс,³⁴² **мала земја** која е соочена со совршена мобилност на капиталот и непостоење на нетрговани стоки смета дека

³⁴² Дискусијата на режимот на фиксен девизен курс, исто така, опфаќа случај на режим на предодредено номинално сидро(каде што наместо фиксирање на номиналната вредност на девизниот курс се фиксира номиналната промена на вредноста на девизниот курс).

фискалната политика е делумно ефикасна во влијанието на агрегатната побарувачка, додека монетарната политика останува целосно неефикасна. **Фискалната политика е особено ефикасна во влијанието врз агрегатната побарувачка**, бидејќи фискалниот став не влијае врз каматната стапка (која секогаш останува на исто рамниште со меѓународната каматна стапка) или девизниот курс (кој е утврден врз основа на политичка одлука). Во такви околности, експанзивната фискална политика нема да доведе до какво било истиснување на активноста на приватниот сектор. Притоа, оптималниот фискално-монетарен микс се утврдува врз основа на структурните карактеристики на економијата.

Недостатокот на ефикасност на монетарната политика под фиксен режим на девизен курс произлегува од фактот дека секоја експанзија на нивото на домашните кредити ќе се компензира со еквивалентно намалување на нивото на девизните нето - резерви, без влијание врз монетарните агрегати. Иницијалното зголемување на понудата на пари кое ја следи експанзијата на домашните кредити, ќе доведе до брзо паѓање на локалните каматни стапки. Како резултат на ова, ќе настанат капитални одливи, што за возврат ќе резулира во губење на девизни резерви и намалување на паричната маса. Капиталните одливи ќе продолжат сè додека локалната каматна стапка не се врати на нејзиното првобитно ниво. Во краен случај, единствениот ефект на експанзивната монетарна политика ќе биде промена во композицијата на изворите на понудата на пари, без да настане промена на целокупното ниво на монетарни агрегати или на каматната стапка.

Сепак, овие заклучоци треба да бидат квалификувани доколку мобилноста на капиталот е помалку совршена или доколку постојат нетрговани добра. Ако движењето на капиталот е помалку од совршено, фискалната политика ќе загуби дел од нејзината ефикасност, бидејќи домашните каматни стапки сега ќе се движат во одговор на промените на ставот на фискалната политика. Ова пак, ќе доведе до некои истиснувања на инвестициите во приватниот сектор. На истиот начин, монетарната политика ќе се здобие со некоја ефикасност, бидејќи каматните стапки ќе можат да се движат согласно политичките акции на монетарните власти и оттука ќе се оствари влијание врз нивото на агрегатната побарувачка.

Особено интересен и комплексен е начинот на кој се координираат монетарната политика во ЕМУ и одделните национални фискални политики. Европската монетарна унија (ЕМУ) е уникатна: таа е валутна област на суверени земји кои задржуваат голем степен на фискална автономија и единствен монетарен авторитет кој управува со

монетарната политика на целата Еврозна. Потребата од координација на одделните фискални политики во Монетарната унија произлегува од препознавањето дека буџетските политики на индивидуалните земји-членки можат да имаат значително влијание не само врз сопствената економија, туку и врз стабилноста на Еврозоната во целина.³⁴³

Пред формирањето на ЕМУ, координацијата на политиките во ЕУ се потпираше на **двата главни методи**: усогласување на политиките врз основа на општи правила на однесување и делегација на институциите на заедницата (Jacquet and Pisani-Ferry, 2000). ЕМУ го прошири опсегот на координација под двата методи. Спроведувањето на заедничка монетарна политика од страна на Евросистемот е пример за делегација. **Фискалните ограничувања на Процедурата за прекумерен дефицит и Пактот за стабилност и раст се примери за координација заснована на правила во ЕМУ.** Меѓутоа, во прилог на овие традиционални методи, Мاستришкиот процес и развојот на Унијата во текот на 1990-тите, исто така вовеле **нови форми на координација кои беа засновани на дијалог, размена на информации, “peer pressure”³⁴⁴ и убедување.**

Потпирањето на „меко“ спроведување на законот, односно пер - притисок и убедување, укажува на тоа дека земјите - членки не беа подготвени да се откажат од дополнителен суверенитет над нивните економски политики. Обемот на политиките кои се покриени од страна на постоечките процеси на координација се движат од буџетски политики, политики на пазарот на труд, па до регулаторни политики на национално ниво.

Координацијата на политиките може да има тесна и широка агенда. Со тесната агенда, координацијата е ограничена на мониторинг и следење на националните економски политики на земјите - членки и предизвикувачките практики, со кои се очекува да се влоши квалитетот на макроекономските перформанси на ЕМУ, на пример во однос на ценовната стабилност. **Процедурата за прекумерен дефицит (ППД) е пример за координација во рамките на таква тесна агенда.** Координацијата во рамките на тесната агенда им остава простор и слобода на земјите - членки самостојно да ги одредат нивните политички цели, инструменти и методи на имплементација. **Во рамките на пошироката агенда, координацијата на**

³⁴³ Anne Brunila (2002): “Fiscal policy: Co-ordination, Discipline and Stabilisation”, Bank of Finland, Paper prepared for the meeting of the Group of Economic Analysis of the European Commission, 16 April 2002.

³⁴⁴ “Peer pressure” (притисок на социјална група или заедница) – претставува влијание што го вршат “peer” групата, набљудувачите или поединците со цел да ги охрабрат другите да го променат нивното однесување, вредности или ставови за да се приспособат на нормите на групата, во случајот ЕМУ - унијата или ЕУ - заедницата.

политиките оди подалеку од тоа и развива експлицитна рамка за кооперативни политики.

Ова подразбира договор во поглед на заедничките политички цели и методи за остварување на поставените цели. Координацијата на политиките во ЕМУ денес, одделно од единствената монетарна политика и администрацијата на единствениот пазар, продолжува да се одвива во рамките на тесната агенда, со „безусловна” природа во смисла на тоа дека земјите - учеснички (и ЕЦБ, каде што е применливо) се информираат едни со други за нивните намери во согласност со дадените очекувања за идните економски услови. Што ќе се случи ако овие очекувања не успеат да се остварат, сепак не е дел од различни процедури. Ова ограничување е посебно важно во контекст на координацијата на монетарната и фискалната политика во ЕМУ, каде што клучните стратешки прашања вклучуваат краток рок и развој на транспарентни правила за реакции на шокови кои можат во голема мера да помогнат во насочувањето на очекувањата на приватниот сектор.

Според член 99 од Договорот на Европската унија (ДЕУ), земјите - членки ги координираат нивните економски политики на ниво на Европската унија со рамките на Советот на министри со учество на сите 17 земји - членки и задолжително присуство на Европската комисија и ЕЦБ. Советот за економски и финансиски прашања (ЕКОФИН) е релевантен за дискусии и одлуки во врска со државните дефицити, јавните расходи и даноците, додека Советот за вработување и социјални работи се занимава со вработување и социјална политика. Во процедурите на координација воспоставени од страна на договорот, Советот донесува насоки и препораки за економската политика врз основа на 16-те мнозинство гласови на предлог на Комисијата. Покрај тоа, постојат домашни министерски комитети под Советот кои ја подготвуваат неговата работа.

Со цел да им излезе во пресрет на специфичните барања на координацијата помеѓу учесниците на Еврозоната, Европскиот совет во 1997 година во Луксембург ја основаше **Еврогрупата** (исто така позната како 12 Еврогрупа) на министрите за финансии на земјите-членки на ЕМУ. Бидејќи Еврогрупата нема формален орган за донесување одлуки, неговата улога е ограничена на оценување на економската ситуација и дискутирање за главните политички прашања на Еврозоната. Со групата претседава министерот на земјата-членка на ЕМУ која е задолжена за претседавање во ЕУ, додека во периоди кога претседателството е во рацете на земја која не е членка на ЕМУ, од страна на министерот на следната земја-членка на ЕМУ која треба да го

преземе претседавањето. Оваа подгрупа на ЕКОФИН се собира во врска со состаноците на ЕКОФИН.

Европската комисија е присутна на состаноците и на Советот и на Еврогрупата. Комисијата има право да ја постави политичката агенда за состаноците на Советот и да обезбеди анализа за мултилатерален надзор. Економско-финансискиот комитет (**Economic and Financial Committee-EFC**) има советодавни и подготвителни функции за состаноците на Советот. Тој се состои од преставници на националните администрации и националните централни банки, како и двајца претставници од Европската комисија и Европската централна банка. Во рамките на ограничувањата поставени од страна на компромисните договори на националните влади, двете институции, ЕФК и ЕУ одиграа водечка улога во развојот на процесот на координација, на пример, со предлагање и развивање на различни процедури разгледани подолу. Додека Европската комисија и ЕФК ги покриваат макроекономските и финансиските прашања, Комитетот за економска политика (**Economic Policy Committee-ЕРС**), кој се состои од преставници од министерствата за економија, првенствено е задолжен за структурните политики.

Искуството во ЕМУ и други контексти, сугерира дека подготвеноста на владите на пер - притисок не е иста во сите земји. Големите држави особено, е помалку веројатно да реагираат на пер - притисок на саканиот начин, бидејќи желбата да се биде „добар Европеец“ обично игра многу послаба улога во нивните домашни политики, отколку во помалите земји.³⁴⁵ Ова е наведено од страна на набљудувањето дека уделот на иницијативите на ЕУ во вкупните законодавни иницијативи е обично помал во парламентите на големите земји како Германија, каде што 15-20% од сите иницијативи се должат на имплементацијата на иницијативите на ЕУ (види von Weume 1997), отколку во помалите земји како Белгија, каде што изнесува околу 50%.

Пропаѓањето на фискалната дисциплина забележано во периодот од 1999-2001 година и фактот дека Франција и Германија презедоа значителни даночни мерки без да соодветствуваат на нивните стабилизациони програми (Европската комисија, 2000), исто така, ја поддржува импресијата дека ефективност на пер - притисокот да обезбеди сигурна посветеност на големите земји-членки е ограничена. Ефективноста на препораките дадени на ниво на ЕУ за водење на националните буџетски препораки е

³⁴⁵ Во овој контекст е интересно е да се забележи дека, за време на процесот на конвергенција кон ЕМУ во 1990 година, малите земји-членки на ЕУ беа многу повеќе респонзивни на притисоките за прилагодување на буџетските политики отколку големите земји. Види von Hagen, Hughes-Hallett and Strauch 2000.

ограничена од страна на неколку процедурални пречки. Во многу земји-членки на ЕМУ, програмата за буџет и стабилност се подготвува од страна на различни административни единици. Оттука, врската помеѓу овие процеси е слаба во многу земји (Hallerberg, Strauch, von Hagen 2001). Дополнителна тешкотија во овој контекст е тоа дека процедурите за координација на политиките не секогаш ги вклучува релевантните учесници (актери) на национално ниво. Тоа укажува дека преговорите на ниво на ЕУ често доведуваат само до изјави со добри намери за да ги убедат другите релевантни учесници на национално ниво.

Член 113 ја формира основата на Договорот за дијалог помеѓу Советот и ЕЦБ. Тоа го предвидува учеството на ЕЦБ на состаноците на Советот каде што се дискутираат прашања поврзани со монетарната политика. За возврат, претседателот на Советот има право да учествува на состаноците на Управниот совет на ЕЦБ и да доставува предлози за разгледување од страна на Управниот совет. Меѓутоа, треба да се забележи дека и покрај тоа што претседателот на Советот на ЕУ ги претставува сите членки на ЕУ, сепак, тој не е секогаш добар соговорник на ЕЦБ за да дискутира за политичкиот микс во Еврозоната. Ова е делумно препознатливо во практиката кога претседателството на ЕУ потпаѓа под земја која не е членка на Еврозоната, со што претседателот на Советот е претставуван од страна на претседавачот на Еврогрупата, односно од министерот за финансии, на следната земја-членка која треба да претседава со ЕМУ. Претседателот на ЕЦБ секогаш е поканет да учествува на состаноците на Еврогрупата.

Процесот на Келн, неформален макроекономски дијалог, беше воведен под германското претседателство во 1999 година. Тој се состои од двегодишни неформални консултации помеѓу јавните власти и претставниците на социјалните партнери, без поставување цели. Социјалните партнери се претставени преку нивните соодветни организации на европско ниво.³⁴⁶ Дијалогот се фокусира на прашања за монетарната политика, фискалните политики и политиките на плати. Размената се одвива на политичко и техничко ниво помеѓу ЕЦБ, ЕКОФИН, Советите за труд и социјална политика, Комисијата и социјалните партнери.

Резимирано, основните процеси на координација на политиките во ЕМУ се: Насоките на пошироката економска политика (**Broad Economic Policy Guidelines-**

³⁴⁶ Wyplosz (1999) тврди дека дополнителната централизација на ниво на ЕУ е забавена од страна на дивергентните трошоци за труд (плати) низ Европа, каде што трошоците за работна сила во Германија се пет пати поголеми од тие во Португалија.

BEPPGs), процесот на мултилатерален надзор (**the process of multilateral surveillance**), Процедурата на прекумерен дефицит (**the Excessive Deficit Procedure**), Пактот за стабилност и раст (**the Stability and Growth Pact**) и Келнскиот процес (**Cologne Process**). Конечно, **отворениот метод на координација**, воведен на Самитот во Лисабон, има за основна цел координирање на процесите на координација во согласност со целите на ЕУ. Последниот метод не е дополнителен процес на другите, туку концепт за тоа како да се поврзат постоечките процедури. Негова задача е да го истакне фактот дека процесите се во интеракција со политичките цели, како што се вработувањето и растот.

Неповолните макроекономски перформанси на македонската економија по осамостојувањето, итно ја наметнаа потребата од прифаќање на една поширока програма за стабилизација, која подразбираше вклучување на радикални мерки на рестриктивна фискална и монетарна политика. Целта беше да се воспостави економска стабилност, но Владата на Република Македонија не секогаш имаше јасна платформа како тоа да се постигне во раните години од транзицијата, така што во најголем број случаи таа имаше неуспешен исход.

Имено, покрај инфлаторното финансирање на транзицијата и соочувањето со големите нефункционални кредити од социјализмот, постоеше голема некоординираност, па дури и конфликт меѓу Народна банка на Република Македонија како носител на монетарната политика и Владата, како носител на фискалната политика во државата.

При водењето на стабилизационата политика во Македонија можат да се разграничат **две основни етапи**. Првата етапа се однесува на лансирањето на првата Стабилизационска програма, која се темелеше врз **стратегијата на монетарно таргетирање** и која започна со самиот чин на монетарно осамостојување. За жал, оваа програма доживеа целосен неуспех, затоа што, на крајот на 1992 година стапката на инфлација се искачи дури на 1 965.3%. Пропаста на Стабилизационската програма од 1992 година беше предизвикана поради потполно отсуство на дисциплина во сите сегменти на макроекономската политика. Во текот на 1993 и 1994 година не постоеше некоја формална програма за стабилизирање на економијата, но и покрај тоа, јасен беше напредокот во намалувањето на инфлацијата, која најпрвин беше сведена на трицифрено ниво (241.6% во 1993 година), а потоа, кон крајот на 1994 година се намали на 55.4%. Очигледно е дека овој напредок се должеше на поголемата макроекономска дисциплина, изразена преку опаѓачките стапки на монетарен растеж,

контролата на јавната потрошувачка, стабилизирањето на девизниот курс и ограничувањето на порастот на наемниците. Веќе кон крајот на 1995 година стартуваше употребата на **Стратегијата за таргетирање на девизниот курс**, и оттогаш, веќе неколку години по ред, Македонија се одликува со ниски, едноцифрени стапки на инфлација кои се во поддршка на долгорочниот и одржлив економски раст.

Доследноста во спроведувањето на предвидените мерки не беше карактеристична само за монетарната политика, туку и за фискалната политика. Постигнатиот успех во макроекономската стабилизација ги поттикна носителите на економската политика на уште порестриктивни мерки, па така во 1995 година, монетарната политика го намали монетарниот растеж на само 19.3%. Во исто време, дезинфлацијата беше решително поткрепена од страна на фискалната политика која успеа да го намали буџетскиот дефицит на 1.2 % од БДП, што беше исклучително значаен фискален напор. Конечно, дисциплината во движењето на наемниците и платите се задржа и во текот на 1995 година и услови пад на реалните наемници за 8.1%.

Така, на крајот од 1995 година, прв пат по монетарното осамостојување, годишната инфлација беше сведена на едноцифрено ниво од 9% и девизниот курс беше стабилен околу нивото од 26 денари за една германска марка. Главните заклучоци кои се изведоа од стабилизационата политика во овој период беа: (1) Стабилизационата политика во овој период се водеше во исклучително неповолни внатрешни и надворешни околности, започнувајќи од неадекватната институционална инфраструктура, сè до негативните екстерни шокови кои константно ја погодуваа економијата; (2) Стратегијата на монетарно таргетирање резултираше во сукцесивна дезинфлација и едноцифрена стапка на инфлација на крајот на 1995 година; и (3) Стабилизационата политика повлече и значителни дезинфлациски трошоци, како: опаѓање на производството, пораст на невработеноста и екстерна нерамнотежа

Во октомври 1995 година, се премина кон **втората стабилизациона фаза**, а тоа беше напуштање на стратегијата на монетарно таргетирање и прифаќање на **стратегијата на таргетирање на девизниот курс**, при што денарот беше фиксиран за германската марка во сооднос 1 германска марка за 27 денари. Во овој период немаше усвојување на некоја официјална антиинфлациона програма, туку се продолжи со примената на претходните рестриктивни макроекономски политики кои очигледно ги даваа посакуваните резултати и стабилизациони ефекти.

Основното оправдување на таргетирањето на девизниот курс се наоѓа во настојувањето, преку врзување на домашната валута за некоја традиционално стабилна валута, да се увезе кредибилитетот на монетарната политика од земјата со цврста валута. Имено, преку врзувањето на денарот со германската марка, монетарната политика оствари решителен чекор кон осигурување на ниска стапка на инфлација, која практично се поистоветува со стабилноста на цените и на тој начин ѝ даде јасен сигнал на јавноста дека е цврсто решена да се придржува кон дисциплинирана, прудентна и неинфлаторна политика.

Оваа стратегија овозможи натамошно редуцирање на инфлацијата и нејзино одржување на ниско и едноцифрено ниво. Имено, на крајот на првата година од употребата на оваа стратегија, стапката на инфлација беше сведена на -0.6%, а и во текот на следните години стапката на инфлација продолжи да се одржува на ниско ниво. Оттука, стратегијата на таргетирање на девизниот курс даде позитивен ефект во поглед на стабилноста на цените и стабилноста на денарот, а подоцна и во стабилноста на еврото како номинално сидро. Меѓутоа, кредибилитетот на монетарната политика немаше да бидевозможен без прудентна и дисциплинирана фискална политика, која во овој период придонесе до значително намалување на буџетските расходи кои од 24.2% во 1996 година се намалија на 21.9% во 1998 година, со исклучок на 2001 и 2002 година, кога поради воениот конфликт со Косово, буџетските расходи се зголемија на 29.4% во 2002 година.

Генерално, фискалната политика беше дисциплинирана, буџетот се одржуваше во рамнотежа (освен 2001 година), јавните расходи се одржуваа на ниво што обезбедуваше ефикасна контрола врз агрегатната побарувачка. Покрај тоа, фискалната политика покажа и директна финансиска поддршка на монетарната политика со тоа што постојано пренесуваше големи износи на посебна сметка кај Централната банка (од 600 милиони денари во 1997 година до преку 1,2 милијарда денари во 1996 и 1998 година).

Оттука можеме да согледаме дека стабилизационската политика во втората фаза, од сите аспекти и мерки, имаше навистина успешен ефект во соборувањето на инфлацијата и стабилизирањето на македонската економија. Меѓународните финансиски институции, а особено ММФ одиграа активна улога во макроекономската стабилизација во Македонија. Притоа, поддршката се состоеше како во конкретни финансиски аранжмани, така и во давање совети и техничка помош во конципирањето и спроведувањето на макроекономските политики. Во поглед на

односитe со меѓународните институции, по својот обем и квалитет, најзначајно место заемаат односите со Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) и Светската банка.

Република Македонија спаѓа во групата земји во транзиција со најинтензивни односи со ММФ и Светска банка. Таа соработка со овие институции имаше повеќестрана корист за Република Македонија. **Прво**, со помош на аранжманите во изминатите години се решаваа **проблемите кои произлегуваа од дефицитот во платниот биланс**. (Познато е дека во Македонија, додека беше во рамките на СФРЈ, се изградија бројни стопански капацитети кои работат на база на увезени сировини и таа состојба ќе нè следи низ една подолга временска перспектива, сè додека не се реструктурира стопанството и не се доведе македонската економија во рамнотежен платен биланс). Аранжманите со овие институции овозможија да се добијат и други значителни средства во форма на подароци или „меки“ заеми од развиените земји, наменети за поддршка на платниот биланс, а кои тие земји ги врзуваат со постоењето аранжман на Република Македонија со ММФ. Во тој поглед, аранжманите со ММФ и Светска банка значително помогнаа да се регулираат односите со Парискиот и со Лондонскиот клуб. Покрај тоа, тие помогнаа во периодот од осамостојувањето до крајот на 2001 година Република Македонија да врати 713,8 милиони долари долгови кон странските доверители. **Второ**, склучените аранжмани и исполнувањето на т.н. критериуми за извршување **помогнаа за дисциплинирано однесување на сите релевантни субјекти во реализацијата на економската политика** и како резултат на тоа, постигнување трајна макроекономска стабилност како предуслов за одржлив стопански раст.

Фискалната политика претставува интегрален и многу значаен дел на економската политика при остварувањето на економската политика и одржувањето на макроекономската стабилност во земјата. Неповолните економско-политички состојби што настанаа по распадот на Југословенската Федерација имаа неизбежна рефлекција врз општата финансиска состојба и особено врз фискалното подрачје кое беше исклучиво тешко. Како земја во транзиција, која интензивно мораше да се движи во насока на трансформирање на социјалистичкото општествено уредување кон пазарна економија, веднаш по осамостојувањето Република Македонија започна со фискални реформи на страната на приходите и расходите, со основна цел создавање на фискален систем кој ќе биде во согласност со фискалните системи на земјите со пазарна економија.

Оттука, главната цел на фискалната реформа беше тврдо буџетско ограничување, односно намалување на буџетот преку ограничување на расходите и зголемување на приходите со цел намалување на високиот буџетски дефицит, што требаше да придонесе и кон намалување на хиперинфлацијата, што беше главниот проблем на македонската економија. Имено, во периодот на транзиција, македонската економија се соочуваше со предизвици од економска и неекономска природа, од домашен и екстерен карактер. Сепак, земјата успеа да воспостави макроекономска стабилност, а нејзиното одржување секогаш претставуваше еден од приоритетите на економската политика, во која фискалната политика има одиграно улога.

Започнувајќи од 1995 година па сè до 2007 година, фискалната политика се водеше дисциплинирано, прудентно и стабилно, со мали промени во даночните стапки на одредени потрошувачки стоки. Позначајна промена во даночниот систем се случи во 2007 година со воведувањето на пропорционален данок на ниво од 10% како и данокот на добивка, со кој се намали учеството на персоналниот данок на доход и учеството на данокот на добивка во вкупните приходи. Целта на овој данок беше да се намали даночната евазија и сивата економија и да се стимулираат граѓаните легално да ги пријавуваат своите даночни обврски. Кон ова голем придонес има и зајакнатата даночна контрола и зголемените казни за неплаќање. Генерално, таквото намалување на даноците е корисно за економијата, бидејќи ја зголемува мотивацијата за работа и води до повисоко ниво на доход. Еден од популарните аргументи против намалувањето на даноците е тоа што таквата мерка без соодветно намалување во компонентата на расходите ќе води кон идни буџетски дефицити, кои ќе се трансформираат во повисоки долгорочни каматни стапки и пониско ниво на доход.

Имено, Владата одлучи да го укине дотогаш прогресивното оданочување на доходот од 15%, 18% и 24%, и да примени пропорционално оданочување на доходот или пропорционален данок со намалена законска даночна стапка од 12% и 10% започнувајќи од 2008 година, со цел да се подобри даночната клима, да се намалат трошоците на работодавачите за ангажирање на работната сила, да се поттикне вработувањето, да се намали сивата економија, како и да се привлечат странски директни инвестиции. Освен тоа, намалување имаше и кај даночната стапка на добивка која од 15% пред 2007 година се намали на 12% (и 10% започнувајќи од 2008 година) и се воведо даночно ослободување во висина на износот на реинвестираната добивка, што доведе до висока наплата на овој данок од претпријатијата и редоследно, до значајно зголемување на средства во државниот буџет. Наведените даночни реформи ја

нагласуваат определбата на фискалните власти за намалување на даночниот товар кај трошоците на факторите на производство (работната сила и капиталот).

Сепак, и во однос на потрошувачката, во септември 2007 година кај ДДВ беа извршени измени, кои се однесуваа на воведување на повластена даночна стапка од 5% за лековите и медицинските помагала, за комјутерите и софтверите за нив, за термалните сончеви системи и јавниот превоз, со цел да се олесни или да се поддржи нивната потрошувачка. Реформираната даночна политика создаде позитивни фискални ефекти врз економијата. Подобрената даночна наплата создаде речиси половина или 64% од порастот на вкупните приходи, неданочните приходи и придонесите создадоа 21% и 17% соодветно, додека мал процент е условен од растот на капиталните расходи.

Во периодот од 2004 година па сè до 2007 година, економската активност бележи значителен раст кој од 2,8% во 2003 година завршува со реален раст на БДП од 6,1% во 2007 година. Генерално, во целиот овој период фискалната политика имаше прудентен карактер и беше насочена кон поддршка на развојот на финансиските пазари (во 2004 година државата ги издаде првите краткорочни државни хартии од вредност со рок на доспевање од три и шест месеци, а веќе на 2.12.2005 година настапи на меѓународниот пазар на капитал со издавање на првите македонски еврообврзници во износ од 150 милиони евра) со цел да го забрза економскиот раст, имаше умерена и стабилна јавна потрошувачка, преземаше мерки во насока на исполнување на потребните структурни реформи и креирањето на динамичен и конкурентен извозен сектор, како и одржување на макроекономска стабилност преку успешно и ефикасно координирање со останатите макроекономски политики. Овој позитивен тренд на економската активност беше нарушен со настанувањето на светската економска криза во 2007 година, која доведе до драстично намалување на странската побарувачка, капиталните приливи, домашното производство и вработеноста.

Во компарација со земјите од регионот, Македонија искуси релативно мал пад на економската активност. Ова е резултат и на големата финансиска затвореност на земјата и слабата интегрираност на глобалните финансиски пазари, поради која не настана нагло исцрпување на надворешната финансиска поддршка на економијата со капитал. Во доменот на **јавните финансии**, во 2009 год беше воведена контрациклична фискална политика насочена кон ублажување на последиците од светската економска криза врз македонската економија, при истовремено одржување на макроекономската стабилност. **Буџетскиот дефицит** беше зголемен поради намалувањето на економската активност и потребата од интервенција на државата за

да се зголеми агрегатната побарувачка. Како и останатите земји, така и фискалните власти во Македонија беа поставени пред тежок предизвик - да преземат фискални стимуланси со кои ќе се ублажат последиците од финансиската криза и ќе се спречи драстичниот пад на економскиот раст и невработеноста. Тие беа насочени во два правци: **даночни промени** (намалување на даноците, социјалните придонеси, царините) и **пораст на јавната потрошувачка** (изведување на инфраструктурни проекти, капитални инвестиции).

Генерално, во последните години координацијата помеѓу фискалната и монетарната политика се одвиваше на успешен и ефикасен начин, со одредени забелешки во некои периоди кога носителите на економската политика повеќе беа фокусирани на сопствените цели, отколку на макроекономските цели. Водечка улога во справувањето со светската финансиска криза имаше фискалната политика, која заведе рестриктивен контрацикличен став и презеде бројни фискални стимуланси во насока на ублажување на последиците на кризата врз реалниот сектор. За разлика од неа, монетарната политика имаше рестриктивен карактер, кој во најголема мера се должеше на потребата за намалување на притисоците на девизниот курс и одржување на стабилен девизен курс, што е од круцијална важност за мала и отворена економија со висока сензитивност на странската побарувачка и зависност од тешко предвидливите приватни трансфери.

Емпириската анализа на координацијата на фискалната и монетарната политика во Македонија вклучува примена, односно реплицирање на сет теоретски модел на Западноафриканскиот монетарен институт (West African Monetary Institute-WAMI) за анализа на коефициентот на јачина на координацијата на монетарната и фискалната политика во Македонија, како и анализа на прудентноста на монетарната и фискалната политика. Според моделот, во фокусот на фискалната политика е растот на БДП, додека во фокусот на монетарната политика е инфлацијата. Така, фискалната политика е поставена со цел да се минимизираат флукуациите во производствениот јаз, додека монетарната политика е поставена со цел да се минимизираат отстапувањата од таргетираното рамнотежно ниво на инфлација. **Коефициентот на јачина на координацијата на монетарната и фискалната политика** за Република Македонија во периодот 2002-2013 година **изнесува 33%**, односно вредноста на коефициентот е под 50%, што укажува на **слаба координацијата на монетарната и фискалната политика** во анализираниот период. Покрај тоа, на крајот се пресметани и **коефициентите за прудентност на монетарната и фискалната политика** кои

изнесуваат **42% и 75%** соодветно, што значи дека фискалната власти имплементирале релативно пошудентни политики во однос на монетарните власти.

Оттука, целта на економската политика има силно влијание врз донесувањето на одлуки во поглед на комбинацијата на инструментите на монетарната и фискалната политика, што подразбира дека координацијата на овие политики е од огромно значење за ефектите на целокупната економска политика кои главно се насочени кон обновување на економијата блиску или на ниво на потенцијален БДП. Ова значи дека т.н. неконзистентен и некоординиран фискално-монетарен микс доведува до сиромашни економски остварувања на економијата, што значително ја потврдуваат важноста и огромната потреба од ефективната и ефикасна координација на фискалната и монетарната политика која ќе биде насочена кон остварување на стабилен економски раст, ниво на полна вработеност, рамнотежен платен биланс и стабилно ниво на цени.

БИБЛИОГРАФИЈА

- Ad van Riet (ed.). "Euro Area Fiscal Policies and the Crisis", Occasional Paper Series, No. 109, April 2010.
- Afonso, A. and Sousa, R.M. (2009), "The Macroeconomic Effects of fiscal policy", Working Paper Series, No 991, January.
- Alexander, W. E., Tomas, J.T. B, and Enoch, C. (1995). "The Adoption of Indirect Instrument of Monetary Policy", IMF, Occasional Paper 126.
- Allen, F. and Gale, D. (2007), "Understanding financial crisis", Oxford University Press, 2007.
- Arby, M. F. and Hanif, M. N. (2010), Monetary and Fiscal Policies Coordination: Pakistan's Experience, SBP Research Bulletin, Volume 6, No. 1, p. 4.
- Arestis, Philip. (2008), "Fiscal Policy within the New Consensus Macroeconomics Framework." In Current Thinking on Fiscal Policy, ed. Jérôme Creel and Malcolm Sawyer. Houndsmills, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Arin, P. K. and Koray, F. (2006), "Are some taxes different than others? An empirical investigation of the effects of tax policy in Canada", Empirical Economics 31: 183-
- Automatic Fiscal Stabilisers: What they are and what they do, Economic Papers 452, April 2012.
- Balino, J.T. (1995). "Central Bank Independence and Coordination of Monetary Policy and Public Debt Management, in André Lara Resende, Policies for Growth. The Latin American Experience", IMF.
- Baliño, T. J. T, Enoch, C., Ize, A., Santiprabhob, V. and Stella, P. (1977). "Currency Board Arrangements: Issues, Experiences, and Implications for Fund-Supported Programs", IMF, Occasional Paper 151.
- Baxter, M. and King, R. (1993) "Fiscal policy in general equilibrium", American Economic Review 83: 315-34.
- Ben S. Bernanke, "Macroeconomics", Chapter 11, Keynesianism, p.390
- Ben S. Bernanke, Andrew B. A. and Croushore, D. (2008), "Macroeconomics", Chapter 14, Monetary Policy and Federal Reserve System, p. 316-350..
- Bernanke, B. S., and Blinder, A. (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", American Economic Review 82 (4):901-21. Sims, Christopher A):341-369.

- Bernanke, Ben S., Andrew B. and Croushore, A. (2008), "Macroeconomics", p. 530-569.
- Bezoska, A., Bogoev, J., Mitreska, A and Vojnovikj, M. (2011). "Investigating the Cyclical Behavior of Fiscal Policy in the Republic of Macedonia during the Period of Transition", *Croatian Economic Survey: Vol. 13: April*: p. 57-104.
- Bilbiie, F., Meier, A. and Müller, G. (2008), "What accounts for the changes in U.S. fiscal policy transmission?", *Journal of Money Credit and Banking* 40: 1439-1469.
- Blanchard, O. and Perotti, R. (2002), "An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output", *Quarterly Journal of Economics* 117: 1329-68.
- Blanchard, O. J., & Kahn, C. (1980), "The Solution of Linear Difference Models under Rational Expectations", *Econometrica*.
- Bodkin, R.G., Klein, L.R., Marwah, K. (1986a), "Keynes and the Origins of Macroeconometric Modelling", *Eastern Economic Journal* XII(4), pp. 442-50.
- Brunila, A. (2002): "Fiscal policy: Co-ordination, Discipline and Stabilisation", Bank of Finland, Paper prepared for the meeting of the Group of Economic Analysis of the European Commission, 16 April 2002.
- Buchanan M. J., "Fiscal Theory and Political Economy", Chapel Hill: The University of North Carolina Press, 1962.
- Burda, M. and Wyplosz, C. (2009), "Macroeconomics", Chapter 9, Supply of money and monetary policy, p.201-223
- Calvo, Guillermo A. (1978), "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica*, vol. 46 (no. 6), pp. 1411-28.
- Canova, F. (2007), "Methods for Applied Macroeconomic Research", Princeton: Princeton University Press.
- Carlo Cottarelli (2009), "Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances", IMF, p.15.
- Chairman Ben S. Bernanke Speech at the Revisiting Monetary Policy in a Low-Inflation Environment Conference, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Massachusetts, "Monetary Policy Objectives and Tools in a Low – Inflation Environment", October 15, 2010
- Charles Wyplosz (2008), "Fiscal Policy Councils: Unlovable or just unloved?", *Swedish Economic Policy Review* 15, p.15-18.
- Christiano, L. Eichenbaum, M. and Rebelo, S. (2009), "When is the government spending multiplier large?", NBER Working Paper 15394.

- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans. (1999), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?" In Handbook of Macroeconomics, Volume 1A, edited by J. B. Taylor and M. Woodford. Amsterdam: Elsevier Science.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans. (2005), "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy." *Journal of Political Economy*, 113(1): 1–45.
- Cochrane, John H. (1998), "What Do the VARs Mean? Measuring the Output Effects of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 41 (2):277-300.
- Cottarelli, C. (1993), "Limiting Central Bank Credit to the Government: Theory and Practice", IMF, Occasional Paper 110.
- Cottarelli, C. (2009), "Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances", p.9.
- Dadkhah, K. (2009), "The Evolution of Macroeconomic Theory and Policy", p.53.
- De Larosiere J., "The Growth of Public Debt and the Need for Fiscal Discipline", *Public Finance and Public Debt, Proceedings of the 40-th Congress of the International Institute for Public Finance, Innsbruck, 1984.*
- Debrun, X., D. Hauner and M.S. Kumar, "Discretion, institutions, and fiscal discipline", chapter 2 in M. Kumar and T. Ter-Minassian (eds.), *Promoting Fiscal Discipline, International Monetary Fund, Washington DC, 2007a.*
- Delic, M. and Kragulj, D. (2005), "Objectives of macroeconomics as the basis for clustering of countries in integrated Europe", *The 7th Balkan Conference on Operational research "BACOR 05" Constanta, May, Romania.*
- Dixit, A. (2001), "Games of Monetary and Fiscal Interactions in the EMU." *European Economic Review* 45, 4-6, 589-613.
- Dornbusch, R. (1996), "Debt and Monetary Policy: The Policy Issues", *Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics.*
- Dornbusch, R., (1998), "Debt and monetary policy: the policy issues", in G. Calvo and M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy, MacMillan Press.*
- ECB (2007), "Challenges to fiscal sustainability in the euro area", *Monthly Bulletin, February.*
- ECB (2008). "One monetary policy and many fiscal policies – ensuring a smooth functioning of EMU", *Monthly Bulletin, July 28*

- Effros, R.C. (1994), "The Maastricht Treaty, Independence of the Central Bank, and Implementing Legislation in Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences", Ed. By Tomás Baliño and Carlo Cottarelli (Washington, IMF).
- Eichenbaum, Martin. (1992), "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy: Comments", *European Economic Review* 36 (5):1001-11.
- Elmendorf D.W and J. Furman. (2008), "If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus", The Hamilton Project, The Brookings Institution.
- European Central Bank, Eurosystem (2011), "The monetary policy of the ECB 2011", This publication was produced under the responsibility of the Executive Board of the ECB.
- European Parliament, preparatory to the "Monetary Dialogue with the ECB", 13th June, 2008, p.4
- F. Amtenbrink and J. de Haan. (2003), "Economic Governance in the European Union - Fiscal Policy Discipline Versus Flexibility", *Common Market Law Review* 40: 1057-1106.
- Fatás, A., Mihov, I., and Andrew K. Rose. (2007), "Quantitative Goals for Monetary Policy," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39 (August), pp. 1163-76.
- Fedelino A, Ivanova A, Horton M. (2009), "Computing Cyclically Adjusted Balances and Automatic Stabilizers", IMF Technical Notes and Manuals, Washington, D.C.
- Federal Reserve System (2005): "The Federal Reserve System Purposes and Functions", Ninth Edition.
- Fischer, Stanley (1993). "The Role of Macroeconomic Factors in Growth," *Journal of Monetary Policy*.
- Fisher, Irving (1933). "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, vol. 1 (October), pp. 337-57.
- Friedman, M., and Schwartz, Anna J.(1963), "A Monetary History of the United States, 1867-1960", Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Fry, Maxwell J. (1995), "Money, Interest, and Banking in Economic Development", Second Edition, The Johns Hopkins University Press.
- Galí, J. (2008), "Monetary Policy, Inflation, and Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework", Princeton University Press.
- Gali, J. and Getler, M. (2007), "Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation", *Journal of Economic Perspective*, Volume 21, p.25-45.
- Galí, J., López-Salido, D. and Vallés, J. (2007), "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption", *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, vol. 5(1), pages 227-270, 03.

- Gardner Ackley, "Macroeconomic Theory", (Macmillan, NY, 1961) p.4;
- Gaspar, V., and Smets, F. (2002), "Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilisation," Working paper, European Central Bank.
- Goodfriend, M. (1993), "Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979-1992," Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly, vol. 79 (Winter), pp. 1-24.
- Günter C., and Straub, R. (2005), "Does Government Spending Crowd in Private Consumption? Theory and Empirical Evidence for the Euro Area," International Finance, Wiley Blackwell, vol. 8(3), pages 435-470, December.
- Hansen, B. (1969), "Fiscal Policy in Seven Countries 1955-1965", Paris: OECD.
- Hemming, R., Kell, M. and Mahfouz.S. (2002), "The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity: A Review of the Literature." IMF Working Paper 02/208.
- IMF (2002a), "Assessing Sustainability", SM/02/06. May 28. International Monetary Fund, Washington, DC.
- J.M.Culburtson, (1968), "Macroeconomic Theory and Stabilization Policy", (NY, McGrawHill, 1968).
- Jain, T. and Sandhu, A. (2007), Macroeconomics, p.18.
- Jelcic, B. (1981), "Rečnik javnih financija I finansijskog prava", Zagreb: Informator.
- Jurgen Von Hagen (2010), "The Sustainability of Public Finances and Fiscal Policy Coordination in the EMU", No. 412, Case Network Studies & Analyses, p. 17-22.
- Kenneth E. Boulding, (1950), A Recontrucion of Economics, (NY, John Wiley & Sons, Inc., and Chapman 7 Hall, London, 1950). P.171;
- King, Mervyn A. (1994), "Monetary Policy in the UK," Fiscal Studies 15, No. 3, 109—128.
- King, R. K. and Rebelo, S. (1999), "Resuscitating Real Business Cycles", in Taylor and M.Woodford, In Handbook of Macroeconomics, Elsevir Science.
- Kopcke. W. R., Tootell. M.B., and Triest K.R. (2005), "Introduction: The Macroeconomics of Fiscal Policy", December, p.8.
- Kydland, F., & Prescott, E. C. (1982), "Time to buld and aggregate fluctuations", Econometrica, 1345-1370.
- Lambertini, Luca and Rovelli (2001), "Independent or Coordinated? Monetary and Fiscal Policy in EMU", An unpublished paper of Universita di Bologna.
- Laubach, T. (2007), "New evidence on interest rate effects of budget deficits and debt", Journal of theEuropean Economic Association 7: 858-85.

- Laurens, B. and G. de la Piedra, E. (1998), "Structural Reform and Market-Based Policies Heighten Need for Policy Coordination, IMF survey, June 8, p.10-12.
- Laurens, B. and G. de la Piedra, E. (1998), "Coordination of Monetary and Fiscal Policy", IMF Working paper, WP/98/25.
- Policies Heighten Ne Šehović, D. (2013). General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, pp. 5-27 Received: 20 September 2013; accepted: 26 September, p.3-6.
- Leeper, E. M., and Gordon, D. (1992), "In Search of the Liquidity Effect", *Journal of Monetary Economics* 29 (3):341-369.
- Leeper, E. M., Sims, C.A. and Zha, T. (1996), "What Does Monetary Policy Do?", *Brookings Papers on Economic Activity* (2):1-63.
- Leite, Sérgio Pereira (1992), "Coordinating Public Debt and Monetary Management During Financial Reforms", *International Monetary Fund, Working Paper WP/92/84*, p.10-20.
- Linnemann, L. and Schabert, A. (2003), "Monetary Policy, Agency Costs and Output Dynamics", *German Economic Review*, Verein für Socialpolitik, vol. 4, pages 341-364.
- Long, J., & Plosser, C. (1983), "Real Business cycles", *Journal of Political Economy*, 36-69.
- Lucas, Robert E. (1972). "Expectations and the Neutrality of Money," *Journal of Economic Theory*, vol. 4 (April), pp. 103-24.
- Mankiw, G. (1998), "Principles of Economics", Orlando: The Dryden Press.
- Mankiw, G. (2003), "Principles of Economics", 5th Ed., p. 3- 4.
- Mankiw, G. (2006), "The Macroeconomist as Scientist and Engineer," *Journal of Economic perspectives*, 29–46.
- Mankiw, G. and Romer, D. (1991), *New Keynesian Economics*. MIT Press; Cambridge, MA.
- Milton, F. and Meiselman, D. (1963), "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958" in *Stabilization Policies, a Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*. Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall, pp. 165-268.
- Mishkin, F. (2011), "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", Working paper 16755, NBER, p.3-12
- Mishkin, F. S. (1983), "A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Ineffectiveness and Efficient Markets Models", Chicago: University of Chicago Press
- Mishkin, Frederic S. (2010a), "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 9th ed. Boston: Addison-Wesley.

- Mishkin, Frederic S. (2011). "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis," *Journal of Economic Perspectives*—Volume 25, Number 1—Winter 2011—Pages 49–70.
- Montly Bulletin, ECB, June 2014 ,p. 99-100.
- Muhammad N., H. and M. Farooq, A. (2003), "Monetary and Fiscal Policy Coordination", Munich Personal RePEc Archive, p.6-8.
- Mundell, Robert A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates," *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, pp. 475–8.
- Nagel, A. and Parker, J. (2003), "Empirical Macroeconomics:The Effect of Monetary Policy", Department of Economics, Reed College, 2003, p.9-24
- Paul De Grauwe (2005), "Economics of Monetary Union", Oxford University Press, Sixth Edition, p. 228.
- Paul De Grauwe, "Economics of Monetary Union", Oxford University Press, Sixth Edition, 2005, стр. 2 ECB (1999 to 2010), Annual Report.
- Peacock, A.T. and Shaw, G.K. (1971), "The economic theory of fiscal policy", (London, Allen and Unwin,).
- Pelinescu, E. and Caraiani, P. (2010), "Fiscal Policy in the Context of the Economic Crisis", *Romanian Journal of Fiscal Policy*, December, p.6.
- Perotti, R. (2005), "Estimating the effect of fiscal policy in OECD countries", *Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco*.
- Plosser, C. (1989), "Understanding Real Business Cycles", *Journal of Economic Perspectives*, , p. 51-78.
- Ravn, M., Schmitt-Grohé, S. and Uribe, M. (2006), "Deep habits", *Review of Economic Studies* 73: 195- 218.
- Rebelo, S. (2005), "Real business cycle models: past, present and future", *Scandinavian Journal of Economics* 107: 217-38.
- Reichenstein, W. (1987), "The Impact of Money on Short-Term Interest Rates", *Economic Inquiry* 25 (1):67-82.
- Romer, C. D., and Romer, D.H. (1990), "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", *Brookings Papers on Economic Activity* 1990 (1):149-198.
- Rother, P., Schuknecht, L. and Stark, J. (2011), "More Gain than Pain – Consolidating the Public Finances", *Politeia*, May.

- Roubini, N. (2001), "Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent?" Processed, December 20, Stern School of Business, New York University, New York
- Roubini, N. and Wachtel, P. (1998) "Current account sustainability in transition economies", NBER Working paper No.6468.
- Rudebusch, G. D. (1998), "Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?" *International Economic Review* 39 (4):907-31.
- Runkle, David E. (1987), "Vector Autoregressions and Reality", *Journal of Business and Economic Statistics* 5:437-442.
- Samuelson, P. (1954), "The Pure Theory of Public Expenditures", *Review of Economics and Statistics*, November.
- Samuelson, P.A. and Nordhaus, W.D., *Economics*, 15th edn., p. 626.
- Samuelson, P., (1951), "Economics – An Introductory Analysis", p. 395.
- Sargent, T.J., and Wallace, N. (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" *Quarterly Review*, FRB of Minneapolis, fall 1981 [Reprinted in *Rational Expectations and Inflation* 2nd Edition NY: Harper Collins College Publishers 1993.,p.10-14.
- Sargent, Thomas. (1981), "Interpreting Economic Time Series." *Journal of Political Economy*, 99(2): 213–48.
- Schaechter, A., T. Kinda and N. Budina (2012), "Fiscal Rules in Response to the Crisis – Towards the "New Generation" Rules, A New Dataset, IMF Working Paper, WP/12/187, p.31
- Schaechter, A., T. Kinda and N. Budina (2012). "Fiscal Rules in Response to the Crisis – Towards the "New Generation" Rules, A New Dataset, IMF Working Paper, WP/12/187, p.10.
- Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P. and Stark, J. (2011), "The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform", CESifo DICE Reports, No 3/2011, CESifo.
- Šehović, D. (2013). General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013, 3, pp. 5-27 Received: 20 September 2013; accepted: 26 September. ed for Policy Coordination, IMF survey, June 8, 1998
- Sen, A. (1983), "Development: Which Way Now?", *Economic Journal*, Vol. 93 Issue 372. pp. 745–762.
- Sims, Christopher A. (1980), "Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles: Monetarism Reconsidered", *American Economic Review* 70 (2):250-257.
- Sims, Christopher A. (1992), "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy", *European Economic Review* 36 (5):975-1000.

- Smets, F. & Wouters, R. (2003). An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area. *Journal of European Economic Association*, 1123-1175.
- Sommerfeld, R.M., Anderson, H.M. and H.R. Book (1969), "An Introduction to Taxation", Harcourt, Brace and World, Inc., New York, p. 11.
- Stark, J. (2001), "Genesis of a pact", in Brunila, A., Buti, M. and Franco, D. (eds.), *The Stability and Growth Pact – the architecture of fiscal policy in EMU*, Palgrave.
- Strongin, S. (1995), "The Identification of Monetary Policy Disturbances: Explaining the Liquidity Puzzle", *Journal of Monetary Economics* 35 (3):463-97.
- Sundararajan, V., Dattels, P., McCarthy S. Ian, Castello-Branco, M. and Blommestein, Hans J. (1994), "The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition – Issues and Lessons from Experience", IMF, Working Paper WP/94/148,p.20-45.
- Svensson, Lars E.O. (2001c), "Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability," in Deutsche Bundesbank, ed., *The Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe*, Palgrave, New York.
- Taylor, John B. 1979. "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations." *Econometrica*, 47(5): 1267–86.
- The Importance and effectiveness of national fiscal frameworks in the EU, ECB Monthly Bulletin, February 2013, p.74-75.
- The Swedish Fiscal Policy Council: Watchdog with a Broad Remit, Lars Calmfors, CESifo Working Paper No.3725; Category 6: Fiscal Policy, Macroeconomics and Growth, January 2012, p.5-6.
- Theory Ahead of Business Cycle Measurement", "Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Volume 25, 1986, стр. 11-39. Reprinting in *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Tinbergen, J. (1952), *On the Theory of economic policy*, Amsterdam: North Holland, p.40.
- Tomšík, V. (2012). Some insights into monetary and fiscal policy interactions in the Czech Republic, *BIS Papers*, No. 67, p.2.
- Tseng, W., and Corker, R. (1991), "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries", IMF, Occasional Paper 84
- Vaez – Zadeh, R. (1991), "Implications and Remedies of Central Bank Losses in The Evolving Role of Central Banks", ed. By Patrick Wownes and Reza Vaez –Zadeh, IMF.
- Van Riet, A. (ed.) (2010), "Euro Area Fiscal Policies and the Crisis", Occasional Paper Series, No 109, European Central Bank, April.

West African Monetary Institute (WAMI), “Fiscal and monetary coordination in the WAMZ: Implications for member states performance on the convergence criteria”, WAMI Occasional Paper Series Vol.1 No. 4, ACCRA, GHANA, December, 2013, p. 14-17.

Woodford, Michael (2009) “Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis,” American Economic Journal: Macroeconomics, 267–279.

Wyplosz, C. (2012). “Fiscal Rules: theoretical issues and historical experiences”, Working Paper 17884, NBER, March, p.5.

Атанасовски, Ж. (2004), “Јавни финансии”, Скопје.

Габер, С. (2011): “Буџетскиот дефицит, јавниот долг и економските импликации”, Универзитет “Св. Кирил и Методиј”, Економски факултет, докторски труд, Скопје.

Годишни извештаи на НБРМ, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013.

Дамчевски, Ј. (2012), “Координација на монетарната и фискалната политика во Република Македонија”, Економски факултет, УКИМ, докторски труд, Скопје.

Jürgen von Hagen and Susanne Mundschenk (2002): “Fiscal and monetary policy coordination in EMU”, Central Bank of Chile, Working Papers N° 194, December.

Јовановиќ, Б. и Уневска, Д. (2011). “Одржливост на тековната сметка на Република Македонија, Работен материјал, стр.1-7. ”

Наумовска А., Давидовска Б. и Гоцков Ѓ. (2002), “Македонската економија во десетгодишниот период на монетарна самостојност”, Економски истражувања, Број 3, НБРМ, Скопје, стр. 41-54.

Петревски, Г. (2005), ”Монетарната политика, Теорија и искуството на Македонија”, Здружение за социо – економски развој, стр. 63-75

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_en.htm

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.consilium.europa.eu/showPage.aspx?id=&lang=en>

<http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

<http://www.finance.gov.mk/>

<http://www.imf.org/external/index.htm>

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/emu.htm>

<http://www.nbrm.gov.mk>

http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1_1,00.html

<http://www.stat.gov.mk>

<http://www.ujp.gov.mk/mk/naplata/category/1082>.

http://www.ujp.gov.mk/mk/plakjanje/povlasteni_danocni_stapki