



**Република Македонија  
Универзитет “Св. Кирил и Методиј”  
Економски факултет - Скопје**

*М-р Борче ТРЕНОВСКИ*

**КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ ВО  
УСЛОВИ НА СОВРЕМЕНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА  
СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА МАКЕДОНИЈА**

**(докторска дисертација)**

**Ментор  
Проф. д-р Горан Петревски**

**Скопје, јуни 2013**



**REPUBLIC OF MACEDONIA  
SS. CYRIL AND METHODIUS UNIVERSITY  
FACULTY OF ECONOMICS - SKOPJE**

**Borce *TRENOVSKI*, MSc**

**THE KEY MACROECONOMIC POLICIES IN TERMS OF THE  
CONTEMPORARY ECONOMIC CRISIS  
WITH A SPECIAL FOCUS ON MACEDONIA  
(doctoral dissertation)**

**Mentor  
Prof. Goran Petrevski, PhD**

**Skopje, June 2013**

**На мојата сакана фамилија,  
сопругата Санела и синот Марко**

**Комисија за одбрана:**

*Проф. д-р Горан Петревски*

-----

*Проф. д-р Методија Стојков*

-----

*Проф. Трајко Славески*

-----

*Акад. Таки Фити*

-----

*Проф. д-р Михаил Петковски*

-----

*„Историјата не се повторува,  
меѓутоа може да се римува“.*  
Марк Твен

## **АПСТРАКТ**

Кон крајот на минатиот и почетокот на овој век, во економската наука (бројни конференции, трудови, книги, јавни дебати итн.) се сметаше дека не постои сериозна опасност од големи економски флукуации, дека економскиот циклус е „мртов“ и дека инструментариумот на економската политика успешно може да се справи со секој предизвик. Меѓутоа, денешната глобална економска криза ги разниша тие убедувања, а со тоа ги разниша не само темелите на економската политика, туку и теоретските фундаменти на тие политики. Глобалната економска криза беше причина за актуелизирање на прашањата и дилемите поврзани со дизајнирањето на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) – нивните меѓусебни интеракции, како и нивната ефикасност/ефекти на останатите макроекономски варијабли. Оваа криза беше причина, од една страна, за откривање на границите на монетарната политика, нивно редизајнирање со спроведување бројни неконвенционални мерки, а од друга страна, причина за зголемување на значењето и фокусот кон експанзивните фискални политики (посебно кај економиите со доволен фискален простор) и нивната улога во стабилизирањето/стимулирањето на економската активност. Прифаќајќи го овој предизвик, истражувањето во докторската дисертација го фокусираме на економската теорија, економската стварност и креирањето на економската политика (пред сè, фискалната и монетарната политика), во контекст на предизвиците што ги наметна денешната глобална економска криза. Акцент е ставен на дизајнирањето на клучните макроекономски политики во глобални рамки со посебен осврт на специфичната ситуација во Р. Македонија. Нашата основна цел претставува најпрвин да се утврдат причините, трансмисијата и последиците што ги предизвика глобалната економска криза, а потоа да се утврдат лекциите за дизајнирање оптимални макроекономски политики кои успешно ќе се справуваат со ваквите предизвици во иднина (САД, ЕУ, земјите во развој). Посебен осврт е направен на трансмисијата на глобалната криза, одговорот од економските политики, нивните интеракции и ефикасност во Р. Македонија, со цел да се дадат конкретни препораки за креирање оптимална макроекономска политика во иднина.

**КЛУЧНИ ЗБОРОВИ:** школи на економска мисла, економски циклуси, оптимална економска политика, монетарна политика, фискална политика, глобалната економска криза, Р. Македонија

„History doesn't repeat itself, but it rhymes”  
Mark Twain

## **ABSTRACT**

The end of the twentieth and the beginning of the twenty first century were marked by a general consideration in the economic science (numerous books, papers, public debates, conferences etc.) that there were no serious threats of large economic fluctuations, that the business cycle was “dead”, and that the economic policy was able to successfully handle any challenge. However, the contemporary economic crisis spread doubt on those views, thus endangering not only the fundamentals of economic policy, but also their theoretical foundation. The global economic crisis actualized the issues and dilemmas concerning the designing of the key macroeconomic policies (fiscal and monetary) – their mutual interactions, as well as their efficiency and effects on the macroeconomic environment. On one side, this crisis was the reason for revealing the limits of monetary policy, their redesigning and implementing a number of unconventional measures. On the other side, it increased the significance and the attention given to expansionary fiscal policies, and their role in stabilizing and stimulating the economic activity. Taking this challenge, the research in the dissertation is focused on economic theory, economic practice and designing economic policy (especially fiscal and monetary policy), in the context of the challenges imposed by the contemporary economic crisis. The main goal of the dissertation is: firstly, to reveal the causes, the transmission and the consequences of the global economic crisis, and secondly, to offer lessons for designing optimal macroeconomic policies that will answer successfully similar challenges in the future (USA, EU, developing countries). A special attention is given to the transmission of the global economic crisis, the economic policies' response, their interactions and efficiency in the Republic of Macedonia, in order to provide concrete recommendations for creation of optimal macroeconomic policies in the future.

**KEY WORDS:** *schools of economic thought, business cycles, optimal economic policy, monetary policy, fiscal policy, global economic crisis, Republic of Macedonia*

## СОДРЖИНА

### *Кратенки*

<i>I Актуелност на предметот и доменот во кој докторската дисертација ќе претставува научен придонес .....</i>	xiii
<i>II Предмет, цели, задачи и ограничувања на докторската дисертација.....</i>	xv
<i>III Методологија за изработка на докторската дисертација.....</i>	xvii
<i>IV План на презентирање на материјата.....</i>	xx

## Глава I

### **Теоретската фундираност на економските циклуси и клучните макроекономски политики**

<b>1.1. Однос меѓу економската теорија, економската политика и економската практика - основа за замена на економските парадигми .....</b>	3
<b>1.2. Кејнзовото разбирање и одговор на економските циклуси (кејнзијанска револуција) .....</b>	8
1.2.1. Кејнзијанска револуција во разбирањето на економската активност и економските циклуси.....	8
1.2.2. Економска политика фундирана на Кејнзовото учење – државна интервенција во справувањето со економските циклуси.....	11
<b>1.3. Монетаристички погледи за економските циклуси и монетаристичката економска политика (правила VS дискреција).....</b>	14
1.3.1. Улогата на монетаризмот во разбирањето на економските флукуации.....	14
1.3.2. Монетаристичката економска политика и нејзината примена во справувањето со економските циклуси.....	17
<b>1.4. Економските циклуси во учењето на новата класична макроекономија (школа на рационални очекувања).....</b>	21
1.4.1. Новата класична макроекономија за економското окружување и економските флукуации.....	21
1.4.2. Економската политика на новата класична макроекономија – неефикасност на економската политика во справувањето со економските циклуси.....	23
1.4.3. Теорија на реалните бизнис-циклуси.....	25
<b>1.5. Економските циклуси во учењето на новите кејнзијанци (микроекономски фундаменти на кејнзијанизмот).....</b>	26
1.5.1. Новите кејнзијанци за факторите кои генерираат економската нестабилност....	26
1.5.2. Економска политика на новите кејнзијанци – номинални и реални ригидности на платите и цените.....	29
<b>1.6. Можности за синтеза на доминантните макроекономски теории и политики како солидна основа за ефикасно справување со флукуациите на економската активност.....</b>	31
1.6.1. Можности за синтеза на алтернативните теориски концепции на	

макроекономската политика.....	31
1.6.2. Избор на оптимална макроекономска концепција и политика (ситуационен пристап) .....	33

## Глава II

### Глобалната економска криза

<b>2.1. Економските кризи.....</b>	<b>39</b>
<b>2.1.1. Анализа на економските кризи.....</b>	<b>39</b>
<b>2.1.2. Видови економски кризи.....</b>	<b>41</b>
<b>2.1.3. Осврт на најважните економски кризи во XX и XXI век.....</b>	<b>44</b>
<b>2.1.3.1 Големата депресија .....</b>	<b>45</b>
2.1.3.1.1 Причини за Големата депресија.....	46
2.1.3.1.2 Монетарната политика во Големата депресија .....	47
2.1.3.1.3 Мерки за излез од кризата.....	47
2.1.3.1.4 Последици од Големата депресија.....	48
<b>2.1.3.2 Осврт на поважните економски кризи во XX и XXI век .....</b>	<b>49</b>
<b>2.1.4 Глобалната економска криза VS Големата депресија – лекции за денешната економска теорија и политика .....</b>	<b>53</b>
<b>2.2. Глобалната економска криза.....</b>	<b>56</b>
<b>2.2.1. Сличности со претходните економски кризи.....</b>	<b>56</b>
<b>2.2.2. Причини за Глобалната економска криза.....</b>	<b>58</b>
2.2.2.1. Дебалансите во глобалната економија.....	60
2.2.2.2. Релаксираната монетарна политика .....	62
2.2.2.3. Деретулацијата и неадекватната регулатива и супервизија во финансискиот систем.....	63
2.2.2.4. Современата финансиска архитектура и односи .....	65
2.2.2.5. Меурот на пазарот на недвижности.....	67
<b>2.2.3. Еволуција на глобалната економска криза - канали и механизми на трансмисија .....</b>	<b>68</b>
<b>2.2.4. Последици од Глобалната економска криза на глобалната економија.....</b>	<b>72</b>
<b>2.2.4.1. Ефекти врз финансискиот сектор.....</b>	<b>72</b>
<b>2.2.4.2. Ефекти врз реалниот сектор.....</b>	<b>77</b>
2.2.4.2.1. Економска активност.....	77
2.2.4.2.2. Инфлација.....	80
2.2.4.2.3. Невработеност.....	82
<b>2.2.4.3. Ефекти врз надворешниот сектор.....</b>	<b>83</b>
<b>2.2.4.4 Ефекти врз фискалниот сектор.....</b>	<b>89</b>
<b>2.2.5. Глобалната економска криза – предизвик за економската теорија и политика.....</b>	<b>93</b>

## Глава III

### Дизајнирање на клучните макроекономски политики во услови на Глобалната економска криза

<b>3.1. Клучните макроекономски политики - одговор на Глобалната економска криза.....</b>	<b>97</b>
<b>3.1.1. Глобалната економска криза – одговор на економската политика...</b>	<b>97</b>
<b>3.1.2. Улогата на монетарната политика во услови на Глобалната</b>	



економска криза.....	101
3.1.3. Улогата фискалната политика во услови на Глобалната економска криза.....	110
3.1.4. Улогата макропрudentните политики во услови на глобалната економска криза.....	120
<b>3.2. Стратегии за напуштање на активната макроекономска политика во услови на криза – излезни стратегии.....</b>	<b>126</b>
3.2.1. Излезни стратегии за монетарната политика.....	128
3.2.2. Излезни стратегии за фискалната политика.....	132
3.2.3. Излезни стратегии од интервенциите во финансискиот сектор.....	137
<b>3.3. Лекции научени од глобалната криза и импликации за креирањето на макроекономската политика.....</b>	<b>139</b>
3.3.1. Лекции за монетарната политика.....	142
3.3.2. Лекции за фискалната политика.....	153
3.3.3. Лекции за регулативата, супервизијата и редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура.....	162
3.3.3.1. Лекции за редизајнирање на регулативата и супервизијата.....	162
3.3.3.2. Лекции за редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура.....	165
<b>3.4. Економската теорија, економската политиката и економската практика – затворање на кругот.....</b>	<b>167</b>

## ГЛАВА IV

### Креирање на клучните макроекономски политики во САД, ЕУ и земјите во развој во услови на глобалната криза

<b>4.1. Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во САД.....</b>	<b>172</b>
4.1.1. Одговор на монетарната политика .....	173
4.1.1.1. Конвенционален одговор.....	173
4.1.1.2. Неконвенционален одговор .....	176
4.1.2. Одговор на фискалната политика – економски стимулации и интервенции во финансискиот сектор.....	181
4.1.2.1. Одговор на економската криза – економски стимулации.....	182
4.1.2.2. Интервенции во финансискиот сектор – одговор на финансиската криза .....	190
<b>4.2. Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во ЕУ.....</b>	<b>196</b>
4.2.1. Одговор на монетарната политика .....	198
4.2.1.1. Конвенционален одговор.....	200
4.2.1.2. Неконвенционален одговор.....	201
4.2.2. Одговор на фискалната политика .....	208
4.2.2.1. Одговор на економската криза.....	209
4.2.2.2. Интервенции во финансискиот сектор – одговор на финансиската криза .....	214

<b>4.3. Последиците од Глобалната економска криза, трансмисијата и одговорот на економските политики во земјите во развој и транзиционите економии – генерална рамка .....</b>	<b>220</b>
--	------------

## **Глава V**

### **Дизајнирање на клучните макроекономски политики во Македонија во услови на Глобалната економска криза**

<b>5.1. Трансмисиониот механизам и последиците од Глобалната економска криза врз македонската економија.....</b>	<b>227</b>
<b>5.2. Одговор на фискалната политика на Глобалната економска криза.....</b>	<b>242</b>
<b>5.3. Одговор на монетарната политика на Глобалната економска криза.....</b>	<b>255</b>
<b>5.4. Анализа на интеракции и ефектите од монетарната и фискалната политика во Р. Македонија.....</b>	<b>267</b>
<b>5.4.1. Осврт на литература .....</b>	<b>270</b>
<b>5.4.2. Методологија и спецификација на моделите.....</b>	<b>277</b>
5.4.2.1. Методологија.....	277
5.4.2.2. Прв модел – Фискален или монетарно доминантен режим во Р. Македонија?.....	279
5.4.2.3. Втор модел – Анализа на интеракциите и ефектите на фискалната и монетарната политика во Р. Македонија.....	281
<b>5.4.3. Податоци и варијабли.....</b>	<b>285</b>
<b>5.4.4. Анализа на резултатите и дискусија.....</b>	<b>287</b>
<b>5.4.5. Проверка на издржаноста на резултатите.....</b>	<b>302</b>
<b>5.4.6. Заклучни согледувања.....</b>	<b>311</b>
<b>ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА И ПРЕПОРАКИ .....</b>	<b>319</b>
<b>КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>Л1 - Л23</b>
<b>АНЕКС.....</b>	<b>П1 - П37</b>

## КРАТЕНКИ

ABCP - Asset-Backed Commercial Papers  
ABS - Asset-Backed Securities  
AGP - Asset Guarantee Program  
AIFP -Automotive Industry Financing Program  
AIG - American International Group  
AMLF - Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility  
ARRA - American Recovery and Reinvestment Act of 2009  
ARRA - American Recovery and Reinvestment Act of 2009  
BIS – Bank for International Settlements  
БДП –Бруто домашен производ  
CAP - Capital Assistance Program  
CBPP - Covered Bonds Purchase Program –  
CDCI - Community Development Capital Initiative  
CDFI - Community Development Financial Institution  
CDO - collateralized debt obligations  
CDS - Credit Default Swap  
CPI -Consumer Price Index  
CPP - Capital Purchase Program  
DSGE – Dynamic stochastic general equilibrium modeling  
ДДВ ---Данок на додадена вредност  
EBRD - European Bank for Reconstruction and Development  
ECB – European Central Bank  
ECONFIN - The Economic and Financial Affairs Council  
EESA - Emergency Economic Stabilization Act of 2008  
EFSF - European Financial Stability Facility  
EIB - European Investment Bank  
EONIA - Euro OverNight Index Average  
EERP - European Economic Recovery Plan  
EFSF - European Financial Stability Facility  
ЕУ – Европска унија  
FANNIE MAE.— Federal National Mortgage Association  
FCL - Flexible Credit Line  
FCL - Flexible Credit Line  
FED – Federal Reserve System  
FHA - Federal Housing Administration  
FOMC - Federal Open Market Committee  
FREDDIE MAC.—Federal Home Loan Mortgage Corporation  
FSA – Financial Services Authority

FSAP - Financial Sector Assessment Program  
FSAP - Financial Sector Assessment Program  
FSB – Financial Stability Board  
FSF - Financial Stability Forum  
GFSR – Global Financial Stability Report  
GSE - Government Sponsored Enterprises  
HERA - Housing and Economic Recovery Act of 2008  
IMF – International monetary Fund  
IMFC - International Monetary and Financial Committee  
MBS - Mortgage-Backed Securities  
MKDONIA -Macedonian Denar Overnight Index Average  
MMIFF - Money Market Investor Funding Facility  
ММФ – Меѓународен монетарен фонд  
NAB - New Arrangements to Borrow  
NAMA - National Asset Management Agency  
НБПМ- Народна банка на Република Македонија  
PDCF - Primary Dealer Credit Facility  
PLL - Precautionary and Liquidity Line  
PPIP - Public Private Investment Program  
SDR – Special Drawing Rights  
SPV - Special Purpose Vehicles  
САД – Соединети Американски држави  
TAF - Term Auction Facility  
TALF - Term Asset-Backed Securities Loan Facility  
TIP - Targeted Investment Program  
TARP - Troubled Assets Relief Program  
TARP - Troubled Asset Relief Program  
TDF - Term Deposit Facility  
TSLF - Term Securities Lending Facility  
ЈИЕ – Југо-Источна Европа  
VAR – Vector Autoregression model  
WEO – World Economic Outlook

## **I Актуелност на предметот и доменот во кој докторската дисертација ќе претставува научен придонес**

Кон крајот на минатиот и почетокот на овој век, во економската наука (бројни конференции, трудови, книги, јавни дебати итн.) се сметаше дека не постои сериозна опасност од големи економски флукуации, дека економскиот циклус е „мртов“ и дека инструментариумот на економската политика успешно може да се справи со секој предизвик. Меѓутоа, денешната глобална економска криза ги разниша тие убедувања, а со тоа ги разниша не само темелите на економската политика, туку и теоретските фундаменти на тие политики. Централното прашање кое денес (посебно во услови на современата економска криза) се поставува пред економската политика е суштинско, исто како она кога Кејнз ја објавил „Општата теорија на вработеноста, каматата и парите“, 1936 година: Зошто економијата расте и флукуира по различни стапки и кои облици на економска политика даваат најдобри резултати?

Историјата ќе го памти периодот 2007-2009 година, како период во која палеше и жареше една од најголемите економски кризи досега, на која не останаа имуни ниту најразвиените земји, ниту земјите во развој, ниту оние во транзиција. Светските економски сили, како и помалите економии ги анализираат причините за појавувањето на економската криза и дефинираат економски политики кои треба адекватно да одговорат на предизвиците во настанатата ситуација. Причините за настанувањето на кризата и нејзината природа ги ставија во дилема креаторите на економската политика и ги ставија на испит инструментите кои досега беа фаворизирани и најчесто користени. Современата економска криза направи простор за мал сомнеж во ефикасноста на значаен дел од инструментите и мерките на економската политика што се практикуваше досега. Активистичката (во еден дел и протекционистичката) економска политика која се практикуваше од владите во земјите погодени од кризата, препорачувана дури и на глобално ниво од ММФ и Светската банка, ја раздвижи кејнзијанската економска струја и даде шанса на економската политика што ја застапува.

Глобалната економска криза беше причина за актуелизирање на прашањата и дилемите поврзани со дизајнирање на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) – нивните меѓусебни интеракции, како и нивната ефикасност/ефекти на останатите макроекономски варијабли. Оваа криза беше причина, од една страна, за откривање на границите на монетарната политика, нивно редизајнирање со примена на бројни неконвенционални мерки, додека од друга страна е причина за зголемување на значењето и фокусот кон експанзивните фискални политики (посебно кај економиите со доволен фискален простор) и нивната улога во стабилизирање/стимулирање на економската активност. Во услови на криза од вакви размери, која преку финансиските канали навлегува длабоко во организмот на

економија и ги зафаќа сите сектори, процесот на заздравување не може да биде едноставен и безболан. Ситуацијата во која се наоѓа светската економија (се разбира, и Македонија) и дилемата во која се најдоа креаторите на економската политика, претставува сериозен предизвик на кој не може да се одолее да биде предмет на разработка во бројни книги, трудови, списанија, а посебно во една докторска дисертација. **Научниот придонес што во оваа област би го имала оваа докторска дисертација почива на неколку столбови:**

- ✓ Придонес за економската теорија - Заокружување една целина во која ќе бидат претставени теоретските фундаменти на економската политика и посебно теоретските фундаменти на економските кризи/циклуси кои се доста актуелни денес, како и формулирање теоретски модел кој ќе ни го покаже оптималниот пристап за креирање економски политики засновани на доминантните макроекономски концепции;
- ✓ Придонес за економската практика - претставува структурирањето и посочувањето на причините за Глобалната економска криза, трансмисиониот механизам, како и врз база на анализа на утврдувањето на последиците од економската криза за глобалната економија.
- ✓ Придонес за економската политика – врз база на спроведената анализа на податоците, практиките и релевантните истражувања, формулирање конкретни лекции кои, всушност, го покажуваат патот за редицајнирање на макрокономската рамка на економската политика по кризата; анализата на одговорот од економските политики, нивната структура, ефикасност и специфики во САД, ЕУ и во земјите во развој;
- ✓ Придонес за економската теорија, практика и политика во Р. Македонија – најпрвин анализа на трансмисиониот механизам на глобалната криза во македонската економија, детектирајќи ги воедно слабите алки и сензитивноста на економијата; детална анализа на конкретните одговори од страна на фискалните и монетарните власти на предизвиците од Глобалната економска криза;
- ✓ Имајќи предвид дека емпириските истражувања за земјите во развој, а посебно за земјите од ЈИЕ, се навистина ретки, ова ќе претставува една од првите емпириски анализи во Р. Македонија (и една од ретките во регионот) која се фокусира на анализа на интеракциите на фискалната и монетарната политика како и ефектите врз економската активност (посебно на ефектите од експанзивната фискална политика спроведена во услови на глобалната криза). Ова е од посебна важност за разбирање на трансмисиониот механизам и ефектите од клучните макроекономски политики, со цел нивно оптимално креирање и спроведување во услови на значајни негативни економски флукуации во државата (во услови на глобални и регионални економски кризи).

## II Предмет, цели, задачи и ограничувања на докторската дисертација

*Предмет на истражување на оваа докторска дисертација* претставува подрачјето на економската теорија, економската стварност и креирањето на економската политика (пред сè фискалната и монетарната политика), во контекст на предизвиците што ги наметна денешната глобална економска криза. Посебен акцент е ставен на дизајнирањето на клучните макроекономски политики во глобални рамки и посебен конкретен осврт на специфичната ситуација во Р. Македонија.

*Основна цел на оваа докторска дисертација* е најпрвин да се утврдат причините, трансмисијата и последиците што ги предизвика глобалната економска криза и потоа да се утврдат лекциите за дизајнирање оптимални макроекономски политики кои успешно ќе се справуваат со ваквите предизвици во иднина – ова се однесува на глобалната макроекономска рамка (за САД, ЕУ, земјите во развој) и, посебно, за Р. Македонија.

*Задачите на истражувањето во докторската дисертација* се следниве:

- ▶ да се утврдат теоретските фундаменти на клучните макроекономски политики, поврзаноста на теоријата со економската политика и практика со посебен осврт на економските циклуси и да се потенцира важноста од соодветна комбинација на различните теоретски концепции за успешно водење економска политика во определена ситуација (во овој случај – современата/глобалната економска криза);
- ▶ да се добијат определени сознанија за историјата и еволуцијата на досегашните глобални економски кризи, посебно да се посочат лекциите што тие можат да ги понудат за намалување на последиците предизвикани од денешната криза;
- ▶ да се утврдат причините и виновниците за појавувањето на денешната глобална економска криза, начинот на нејзината трансмисија и да се утврдат какви се последиците од неа врз глобалната економија (Македонија како посебен случај);
- ▶ да се анализираат: одговорот од клучните макроекономски политики (пред сè, од фискалната и монетарната политика) на глобалната економска криза, излезните стратегии и опциите што им остануваат отворени на креаторите на политиките, како и финално укажување на главните лекции/препораки што треба да се имаат предвид при редицајнирање на рамката на макроекономската политика по кризата;

► како конкретен пример од економската практика да се утврди поконкретно одговорот (конвенционалниот и неконвенционалниот) од фискалната и монетарната власт во ЕУ, САД и земјите во развој на глобалните економски потреси;

► да се утврди трансмисиониот механизам (како и последиците) на ефектите од глобалната економска криза врз македонската економија, да се анализираат мерките што се преземени од страна на економската политика (монетарната, фискалната); детално да се анализираат интеракциите и ефектите од фискалната и монетарната политика во македонската економија со цел да се извлечат конкретни препораки за нејзино оптимално креирање во пресрет на идните предизвици (утврдување која политика е доминантна, што ја детерминира реакционата функција на монетарната политика, што го детерминира фискалниот одговор, анализирањето на ефектите од јавниот долг врз останатите макроекономски варијабли итн.).

**Ограничувања при изработката на докторската дисертација:** Кога како предизвик за изработка на докторска дисертација е поставена цел за анализа на економската теорија, практика и политика во контекст на глобалната криза, како прво ограничување што се наметнува е „океанот“ од литература што постои за оваа област на истражување. Во оваа насока се поставува прашањето како огромното подрачје кое го покриваме и „океанот“ од литература што поефикасно да се насочат кон исполнување на целта и задачите кои се поставени во докторската дисертација. „Океанот“ од литература е едната страна на ограничувањето, од другата страна е „морето“ од спротивставени ставови, почнувајќи од економските теории, причините за кризата, нејзината трансмисија, последиците, ефикасноста на користените економски мерки за справување со неа, лекциите за водењето на економските политики итн. Поради тоа во дисертацијата ќе направиме осврт на различните ставови, а потоа да формулираме наш став/мислење/препорака (за причините на кризата, последиците, предизвиците, лекциите од кризата итн.). Третото ограничување се однесува на емпириската анализа во докторатот – емпириско потврдување или анализирање на глобалните економски политики, потврдување на нивната ефикасност или обидот емпириски да се потврдат сите лекции (што ние ги посочуваме во докторатот) кои произлегоа од глобалната криза е скоро невозможна мисија или мисија за голем број истражувачи и бројни докторски дисертации (токму затоа во делот на економската политика се одлучивме да понудиме лекции за дизајнирање на макроекономската рамка по кризата). Четвртото ограничување се однесува на проблемите со кои се соочивме при емпириското истражување за интеракциите и ефектите од фискалната и монетарната политика во Р. Македонија – во еден дел ова се должи на кратките



временски серии (посебно за фискалните варијабли), додека од друга страна, македонската економија низ текот на времето била подложна на значајни тектонски структурни промени кои понатаму ја усложнуваат основата за емпириски анализи. Исто така, треба да се има предвид дека, иако стивнат, жарот од глобалната економска криза сè уште не е изгаснат и оваа докторска дисертација се прави во време кога овие настани сè уште немаат финална завршница, која ќе ни овозможи послободно давање заклучоци. Иако покрај овие најопшти ограничувања што кои ги даваат границите на дисертацијата, постојат и бројни ограничувања кои се дел од нив, ние се обидовме да направиме една заокружена целина која на фокусиран и јасен начин ги исполнува поставените цели и задачи.

***Напомена:** Во овој дел сакаме само накратко да укажеме на терминологијата која ќе биде користена за определени термини кои се сретнуваат во економската литература и практика на различни начини: терминот „современа економска криза“, кој е дел од насловот на дисертацијата, а се однесува на економската криза која започна од 2007 г. и се прошири на глобална сцена, често се сретнува и под термините: глобалната економска криза (или само глобалната криза), Големата рецесија (по примерот на Големата депресија), економската криза на XXI век, Големата економска криза итн. Меѓутоа имајќи предвид дека најчесто во литературата која ја обработува оваа проблематика се сретнува терминот „глобалната економска криза“, најчесто ќе биде користен овој термин во рамките на докторатот; термините „економски циклуси“ и „бизнис-циклуси“ во економската литература се користат како синоними. Покрај овие изрази, кај некои автори се сретнуваат и изразите: деловни циклуси, стопански циклуси, цикличен развој (марксизам) и „разблажени“ термини како: економски флукуации, економска нестабилност итн. Понатаму во текстот се одлучивме најчесто да го користиме изразот „економски циклуси“ и во некои случаи „разблажената“ варијанта – „економски флукуации“.*

### **III Методологија за изработка на докторската дисертација**

Поаѓајќи од сознанието за научно-истражувачкиот метод како начин на пристапување кон предметот на истражување, големо влијание има изборот на адекватен истражувачки метод/и од што ќе зависи и успехот на самото истражување. Прибирањето, систематизирањето и анализирањето на расположливите податоци, како и толкувањето на добиените информации од емпириските истражувања во докторската дисертација ќе се изврши со примена на логичен, конзистентен и научно базиран пристап. Резултатите од истражувањата ќе бидат искажани на јасен и разбирлив начин и во релативна согласност со претходно утврдените знаења. Самата тема и содржината на оваа докторска дисертација, „Дизајнирање на клучните макроекономски политики во услови на современата економска криза со посебен осврт на Македонија“, упатува

на потребата од комбинација на истражувачки методи за да се испитаат различните аспекти, како на клучните макроекономски политики, така и на настанувањето, последиците и мерките за надминување на современата економска криза и нивната ефикасност. Поради тоа, при изработката на дисертацијата најголем акцент ќе биде ставен врз следните научно-истражувачки методи:

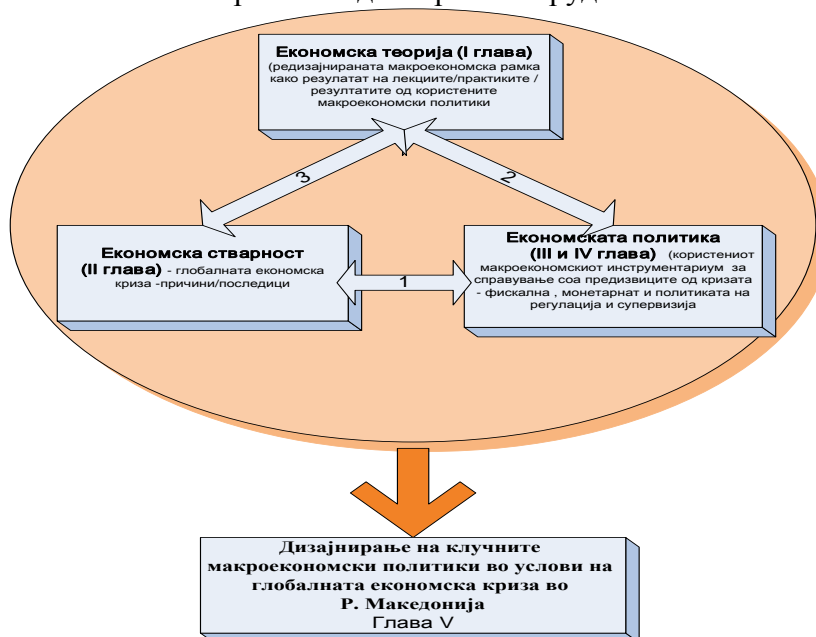
**Методот на компаративна анализа** ќе биде применет во оној дел од докторската дисертација во кој се врши компарација на последиците од современата економска криза на глобално ниво во финансискиот, реалниот, надворешниот и фискалниот сектор. Понатаму, методот на компарација се користи при анализата спроведена на економскиот одговор од САД и ЕУ, ќе се споредат мерките на економската политика кои се користат и ќе се утврди кои се најчесто користени мерки за надминување на современата економска криза, ќе се утврди дали најчесто користените мерки на економската политика се и најефикасни. Овој метод, исто така, се користи и во делот за Р. Македонија (компарација со земјите во регионот) во кој се анализираат одговорите на фискалната и на монетарната политика на ефектите предизвикани од глобалната криза. **Методите на индукција и дедукција** ги применуваме за донесување заклучоци за клучните фактори од кои ќе зависи ефикасноста на економската политика во справувањето со современата криза, препораки за пакетот мерки на економската политика кои најефикасно ќе се справат со кризата, корисноста и важноста од координирана и сеопфатна акција за справување со сите елементи (ефекти) на современата економска криза. Со помош на **методите на анализа и синтеза** се истражува, обединува и систематизира расположливото научно знаење за теоретските фундаменти на економските политики, за причините и последиците од појавувањето на современата економска криза, најчесто користените мерки на економската политика за надминување на кризата, креирањето оптимален пакет мерки за справување со кризата итн. **Метод на опсервација** – разгледувањето и испитувањето на определени настани и достигнувања што се случиле во изминатиот период од областа на економската политика и теоријата и практиката на современите кризи, а кои имаат оставено траги во областа на креирањето на економската политика и разбирањето на проблематиката на глобалните економски кризи – се од големо значење како извор на знаење кое може да биде употребено при изработката на докторската дисертација. Со цел да се обработат и синтетизираат емпириските податоци за ефектите од современата економска криза, мерењето на ефикасноста на пакетот мерки за надминување на кризата, дизајнирањето оптимален пакет мерки за справување со кризата итн., ќе бидат применети и некои најчесто користени

*статистички/економетриски методи на истражување. Важно да се напомене при користењето на овие методи е примената на (S)VAR моделите во делот на анализата на интеракциите и ефектите од фискалната и монетарната политика во Р. Македонија (со кои се добиваат значајни резултати/заклучоци).* Најголемите предности од примената на оваа методологија се тоа што овозможува утврдување на ефектите од шоките и трансмисијата на економските политики без потреба од сложено структурно моделирање на целата економија со минимален број ограничувања, притоа овозможувајќи користење на добро познатите алатки, функцијата импулс-реакција и декомпозицијата на варијансата. Нашето истражување за Р. Македонија ќе биде фундирано на два модела и ќе биде спроведено со користење на рекурзивен (S)VAR поради следново: VAR е најчесто користена методологија за анализирање на интеракциите и ефектите од политиките; тоа ни овозможува да ги детектираме ефектите, интеракцијата и трансмисијата на шоките од клучните макроекономски политики (со користење на функцијата импулс-реакција и декомпозицијата на варијансата); ова е прво вакво истражување во Р. Македонија, па според тоа, при користењето на структурен VAR со повеќе варијабли ќе се јави потреба од пресметување на сите еластичности и врски меѓу варијаблите со цел правилно идентификување на ограничувањата во VAR системот, што дополнително ќе го оптовари истражувањето (ова е, дефинитивно, задача која мора да ја поставиме за реализација при проширувањето на ова истражување во иднина); имајќи предвид дека се работи за едно од првите емпириски истражувања во областа, не би сакале да го ограничиме просторот со внесување преголем број ограничувања во моделот, податоците и нивното движење да ги покажат насоките и трансмисијата на ефектите од една варијабла кон друга во моделот; посебно нè охрабруваат истражувањата на ефектите од фискалната и монетарната политика со различни пристапи на идентификација кои потврдуваат дека добиените резултати со користење на рекурзивниот VAR во доминантен број од истражувањата соодветствуваат со оние што се добиени со користењето на SVAR со различни видови ограничувања. Caldara и Kamps (2006, 2008) при истражување на ефектите од фискалните шокови, со компаративна анализа базирана на VAR моделите (земале предвид пет пристапи) дошле до заклучок дека резултатите од рекурзивниот VAR (при соодветна подреденост на варијаблите) се скоро идентични со оние од конвенционалните SVAR.

## IV План на презентирање на материјата

Целокупната материја која е предмет на истражување во оваа докторска дисертација ќе биде систематизирана во пет одделни поглавја. Поголвјата ја следат логиката на првата точка во докторската дисертација: Однос меѓу економската теорија, економската политика и економската практика – основа за замена на економските парадигми. Во оваа насока, овој односпретставува крвоток на економската наука и согласно него ќе бидат анализирани предизвиците и промените што ги наметна глобалната економска криза (на глобално ниво и за Р. Македонија). Генералниот преглед на главите, согласно нивната припадност кон овој однос, се прикажани подолу. Анализата во првите четири глави е посветена на економската теорија, економската стварност, економската политика во услови на глобалната криза, додека последната глава е примена на овој однос во креирањето на клучните макроекономски политики во Р. Македонија.

Приказ на докторскиот труд



Целокупната материја која е предмет на истражување во оваа докторска дисертација ќе биде систематизирана во пет одделни поглавја.

Во првата глава, „*Теоретска фундираност на економските циклуси и доминантните макроекономски политики*“, најпрвин ќе биде претставен односот меѓу економската теорија, економската политика и економската практика, однос кој треба да го имаме предвид при анализата на креирањето на економската политика и нејзината ефикасност. Со цел да ја анализираме главната економска струја (комбинација од економски концепции и политики) која претставува водич за економската политика која се спроведува денес и да сфатиме од каде ги

влечат корените мерките кои ги преземаат креаторите на економската политика во справувањето со разни ситуации (во нашиот случај со современата економска криза), во првата глава ќе бидат разработени најпрвин погледите и сфаќањата на доминантните макроекономски теории за флукуациите на економската активност (економските циклуси), а потоа ќе бидат елаборирани економските политики фундирани на доминантните макроекономски теории: **кејнзијанизам, монетаризам, новата класична макроекономија и новиот кејнзијанизам**. На крајот од првата глава се претставени можностите за синтеза на теоретските концепции на економската политика, посебно ситуациониот пристап, кој ни овозможува да сфатиме на кој начин ситуацијата во која се наоѓаат креаторите на економската политика денес, во услови на глобална криза, зависи комбинацијата на мерките кои се преземаат и нивните теоретски основи. За таа цел формулиравме теоретски модел кој преку четири варијабли: карактерот на пазарниот систем, клучниот проблем, компетентноста на Владата, очекувањата на поединците и нивното вкстување, сугерира избор на одредена теоретска концепција на економската политика.

Во втората глава, **„Глобалната економска криза“**, наша цел најпрвин претставува да се запознаеме со проблематиката на глобалните економски кризи. Според тоа, најпрвин ги претставуваме видовите економски кризи кои можат да се издвојат, додека потоа правиме краток преглед на поважните економски кризи во XX и XXI век (Нафтената криза и стагфлацијата во 1970-тите, Должничката криза во Латинска Америка, Јапонската криза во 1980-тите, Скандинавските кризи, Финансиската криза во Русија, Кризата на „дот-ком“ во САД, Аргентинската економска криза) со цел да добиеме определени сознанија за причините и последиците/ефектите кои ги предизвикале најважните кризи од минатото. Во оваа насока ќе биде посебно издвоена и анализирана Големата депресија (причините, последиците и мерките за излез), поради нејзиното често споредување со денешната глобална економска криза и поради лекциите кои истата има да ги понуди на креаторите на економските политики денес. После овој прв дел, во остатокот од втората глава нашиот фокус е насочен кон глобалната економска криза: прво се анализирани различните причини кои најчесто се посочуваат како предизвикувачи на истата и во таа насока правиме нивно структурирање и наше видување за факторите/причините кои се непосредно поврзани со отпочнувањето на најголемата економска криза по Големата депресија; Второ, елабориран е трансмисиониот механизам на кризата од хипотекарна криза која започна во САД, до економска криза која се прошири на глобалната економска сцена; Трето, направена е детална анализа на последиците кои ги предизвика глобалната економска криза врз глобалната економија (групи на земји или региони на глобално ниво), и истата е

структурирана во четири клучни области: финансискиот сектор, реалниот сектор, надворешниот сектор и фискалниот сектор. Последната точка од втората глава е посветена на предизвикот кој го претставува глобалната економска криза за економската теорија и политика.

Третата глава, *„Дизајнирање на клучните макроекономски политики во услови на Глобалната економска криза“*, - Имајќи го предвид опсегот на ефектите од глобалната криза и широкиот арсенал мерки што ги преземаат земјите ширум светот, во насока на мисијата на оваа дисертација, нашата понатамошна анализа ја фокусираме на сржта на макроекономскиот одговор – фискалната и монетарната политика, нивната имплементација, карактеристики, ефикасност, стратегии за нивно напуштање и научени лекции за нивно унапредување. Иако фокусот на нашето истражување првенствено е ставен на клучните макроекономски политики, не е можно да се анализираат и елаборираат политиките за справување со глобалната економска криза без да се посвети определен простор на интервенциите во финансискиот сектор, затоа што тие во голем број точки се приближуваат до мерките на клучните макроекономски политики и имаат значајно влијание на макроекономската околина во една економија. Во оваа насока, анализата на клучниот одговор од фискалната и монетарната политика, каде што постои простор и приближување до елаборираната проблематика во ограничена мера е надополнет со анализа и на политиките кои се насочени кон финансискиот сектор (посебно макропрudentните политики и другите интервенции). Во првата точка од главата е анализирано креирањето на фискалната и монетарната политика во услови на глобалната економска криза, а една точка е посветена на макропрudentните политики, кои имаат посебно место во арсеналот за справување со глобалната криза. Имајќи ги предвид ефектите/промените кои беа предизвикани од одговорот на фискалната и монетарната политика врз инструментариумот на овие политики и нивните биланси (како и билансите на другите економски субјекти), втората точка од главата е посветена на излезните стратегии кои треба да ги практикуваат фискалните и монетарните власти за стабилизирање на нивните позиции и фокусирање кон нивната одржливост на среден и долг рок. Последната точка од третата глава прави сублимирање на претходните точки посочувајќи ги лекциите кои треба да бидат основа за новата редизајнирана рамка на економската политика после кризата, која ги опфаќа: монетарната политика, фискалната политика, супервизијата/регулативата и меѓународната финансиска архитектура.

Во четвртата глава, *„Креирање на клучните макроекономски политики во услови на глобалната криза – САД, ЕУ и земјите во развој“*, го претставуваме конкретниот/практичниот одговор на економските политики (анализиран во третата глава) од страна на спомнатите

региони/земји. Во оваа глава фокусот на анализата е ставен на: примената на конвенционални и неконвенционални мерки од страна од монетарната политика како одговор на глобалната криза; одговорот на фискалната политика: насочен кон економската криза (економските стимулации) и оној насочен кон справувањето со финансиската криза (интервенциите во финансискиот сектор). Во посебен дел, сумирано се елаборирани последиците од глобалната економска криза, трансмисијата и одговорот на економските политики во земјите во развој и транзиционите економии.

Петта глава – *„Дизајнирање на клучните макроекономски политики во услови на глобалната економска криза во Македонија“*. Анализата за Македонија е структурирана во неколку делови: прво, анализирани се главните канали по кои глобалната криза се пренесе во македонската економија и последиците од неа на клучните макроекономски варијабли, на моменти правејќи паралела со другите земји; второ, анализиран е одговорот на монетарната политика во услови на глобалната криза, во контекст на случувањата во монетарната и економската сфера во Македонија; трето, анализиран е одговорот на фискалната политика, нејзината позиција пред кризата и нејзиниот директен одговор (антикризните пакети) во услови на глобалната криза; четврто, направена е емпириска анализа (со користење на два (S)VAR модели) кои даваат одговор на прашањата: Дали во Р. Македонија во анализираниот период имаме „монетарно доминантен“ или „фискално доминантен“ режим; Што ја детерминира реакционата функција на монетарната политика; Што го детерминира фискалниот одговор (јавните расходи, јавниот долг) во анализираниот период; Дали фискалната и монетарната политика во анализираниот период биле координирани - биле супститути или комплементарни; Какви ефекти предизвикуваат интеракциите на монетарната и фискалната политика врз макроекономската околина итн. Во рамките на петтата глава, за секој дел/анализа претставени се сумирани заклучни согледувања, додека препораките за креирањето на економската политика се вклучени во генералните заклучоци од дисертацијата. Ова го правиме имајќи ја предвид релевантноста на овој дел од дисертацијата од една страна, додека од друга страна, за тие да не ги оптоварат премногу финалните заклучни согледувања од дисертацијата.

На крајот на оваа докторска дисертација се пренесени нашите **заклучни согледувања и препораки** за: економската теорија, економската стварност, економската политика и за креирањето на клучните макроекономски политики во Р. Македонија.



Теоретската  
фундираност на  
економските  
циклуси и  
доминантните  
макроекономски  
политики

глава

I



*„Кој ќе се поведе во практика без теорија, тој е како кормилар кој се качува на брод без кормило и компас и никогаш не е сигурен каде плови“.*

*Леонардо да Винчи*

## Глава I

# Теоретската фундираност на економските циклуси и клучните макроекономски политики

Едно од клучните прашања по кои денес се разликуваат клучните макроекономски концепции претставуваат изворите/причините кои ги предизвикуваат макроекономските флукутации, т.е. економските циклуси (или бизнис/деловни циклуси)<sup>1</sup>. Ако се тргне од јадрото на денешната современа макроекономска наука, генерално можат да се издвојат два табора кои имаат различни погледи за причините и начинот на заздување на економските циклуси: кејнзијански и неолиберален (види поопширно Фити, 2009, стр. 59- 157). Важно е да се посочи дека различни гледишта не постојат само помеѓу разните економски табори, туку постојат разлики и во рамките на самите економски табори и школи. Покрај двата главни табора кои претставуваат доминантен дел од главната струја на економска наука (mainstream), постојат и бројни алтернативни пристапи во објаснувањето на феноменологијата на економските циклуси. Според тоа, секој би се запрашал што навистина ги детерминира економските циклуси, која економска концепција ја открива вистината и како економската наука најефикасно да ги заздува економските циклуси. Тука доаѓаме до крстосницата која укажува на комплексноста и фасцинантноста на оваа проблематика. Кон крајот на минатиот и почетокот на овој век во економската наука (бројни конференции, трудови, книги, јавни дебати итн.) се сметаше дека не постои сериозна опасност од големи економски флукутации, дека економскиот циклус е „мртов“ и дека инструментариумот на економската политика успешно може да се справи со секој предизвик. Меѓутоа, денешната глобална економска криза ги разниша тие убедувања, а со тоа ги разниша не само темелите на економската политика, туку и теоретските фундаменти на тие политики. Според тоа, како основни предизвици на оваа глава во докторскиот труд ќе бидат: најпрвин, да се анализира односот на економската теорија, економската политика и економската практика со цел да се разбере механизмот преку кој економските циклуси (економската

<sup>1</sup> Термините 'економски' и 'бизнис циклуси' во економската литература се користат како синоними. Покрај овие изрази, кај некои автори се сретнуваат и изразите 'деловни циклуси', 'стопански циклуси', 'цикличен развој' (марксизам) и „разблажени“ термини како 'економски флукутации', 'економска нестабилност' итн. Понатаму во текстот се одлучивме најчесто да го користиме изразот 'економски циклуси' и во некои случаи „разблажената“ варијанта – 'економски флукутации'.

стварност) детерминираат промени во економската теорија и политика (и обратно); а потоа да се презентираат погледите на доминантните макроекономски школи (кејнзијанизам, монетаризам, нови кејнзијанци и новата класична макроекономија) и нивните економски политики за справување со економските флукуации<sup>2</sup>.

## **1.1. Односот меѓу економската теорија, економската политика и економската практика – основа за замена на економските парадигми**

За да го анализираме односот и да го утврдиме местото на економската теорија, економската политика и економската практика (економски живот), а притоа тука да го вклучиме и прашањето на економските флукуации, треба да копаме подлабоко и да навлеземе во природата и суштината на економската наука, т.е. да одговориме на прашањата: кое е значењето на економската теорија, зошто настанува смена на економските парадигми, која е улогата на економската политика и каков е нејзиниот однос со економската теорија и економската практика, дали економската практика е роб на економската теорија или обратно и др. Економската политика има значајна улога како мост (посредник) помеѓу економската теорија и економската практика, меѓутоа со вклучувањето на економската теорија и економската практика во оваа анализа, кругот се затвора и се дава можност да бидат утврдени врските што постојат помеѓу нив.

Судбината на големите идеи е најпрво да бидат отфрлени, прогласени како погрешни, а подоцна да бидат прифатени како очигледни и ни малку нови. Меѓутоа, она што сега е очигледно и што се нарекува здрав разум во економијата, е напор на определен теоретичар во минатото. Тешкотијата на економската наука произлегува од нејзината специфична природа: економските појави не се ни универзални ни предвидливи, економската реалност е комплексна, ограничена е можноста за употреба на експериментални методи, статистичките инструменти се слаба супституција за експериментот итн. Постојат низа економски појави за кои не постојат задоволителни теоретски објаснувања. Има, исто така, бројни претпоставки и предвидувања кои воопшто не се тестирани (види кај Петрески, 2002, стр. 6-12).

---

<sup>2</sup> Поради обемноста на материјата и ограничениот простор, останатите концепции за економските циклуси (Марксовата теорија за економските кризи, Кондратијевите бранови, Кузнецовите циклуси, Шумпетеровата теорија за бизнис-циклусите, политичките циклуси итн.) нема посебно да бидат елаборирани во трудот, но тоа воопшто не подразбира негирање на нивното значење.

Кога се разработува односот помеѓу економската теорија, економската политика и економската практика, неизбежно е да ја спомнеме замената на парадигмите<sup>3</sup> во економската наука, бидејќи таа е најнепосредно поврзана со овој однос кој претставува нејзин крвоток и движечка сила. Низ конфронтацијата на економската теорија и економската практика (фактите во реалниот живот)<sup>4</sup> теоретските концепции ја докажуваат својата издржаност и научна заснованост<sup>5</sup>. Со цел подобро да разбереме како се менуваат парадигмите, како се развива економијата и економските флукуации, каде тука се вклопува односот помеѓу економската теорија, економската политика и економската практика, накратко ќе прикажеме некои од најпознатите т.н. *теории за акумулација на знаењата*.

*Куновата* концепција за научни парадигми (револуционерен пристап) го толкува развојот на науката<sup>6</sup> како смена на една со друга научна парадигма, а самата смена се означува како научна револуција. Секој период од развојот на општеството се карактеризира со постоење на една владејачка парадигма (економска теорија) во чии рамки се бараат решенија за постојните проблеми, се конципира соодветна политика (економска), се прават пресметки со определени заблуди и невистини и др. Со текот на времето, поради низа причини може да дојде до крупен расчекор меѓу владејачката научна парадигма (економска теорија, економска школа) и стварноста (економската практика, економскиот живот) и тогаш настанува криза во доменот на науката. Порано или подоцна, како предизвик на кризата, ќе се јави научна парадигма (економска теорија) која нуди нови излезни решенија и која претставува нова рамка за разбирање на економскиот живот/економските промени. Концепција на научноистражувачки програми на *Лакатош* (види во Snowdon, Vane and Wynarczyk, 1994, стр. 23 - 24; Стојков, 2008, стр. 574) кој тврди дека во сите програми постои еден помалку променлив дел „тврдо јадро“ и друг променлив и приспособлив дел наречен „заштитна обвивка“. Според него, до замена на постојното „тврдо јадро“ со ново ќе дојде тогаш кога постојното „тврдо јадро“ ќе западне во криза и кога ќе се јават нови теории (економски) кои подобро ќе ја толкуваат стварноста (економскиот живот, економската практика). Суштината на *инкременталниот пристап* се состои во објаснување на развојот на економската мисла по пат на континуиран и бавен пораст на знаењата за економскиот живот. Според овој пристап се тргнува од тоа дека се одвива еволуција на економската мисла без да настануваат позначајни дисконтинуитети и револуции<sup>7</sup>.

<sup>3</sup> За методите и концепциите за разбирање на начинот на кој се менуваат парадигмите во економијата и за начинот на развојот на економската наука поопширно види кај Snowdon, Vane and Wynarczyk (1994, стр. 20 – 25), Samuels, Biddle and Davis (2003, стр. 571 – 588), Davis, Marciano and Runde (2004, стр. 181 - 197), Стојков (2008, стр. 571 – 579) и Фити (2001, стр. 45 – 51).

<sup>4</sup> Се разбира, не ја исклучуваме економската политика која претставува средство со кое економската теорија влијае на економската практика (економскиот живот).

<sup>5</sup> При конфронтирањето со економската практика некои теории ќе бидат потврдени, некои оспорени и проблематизирани, а трети дури и отфрлени.

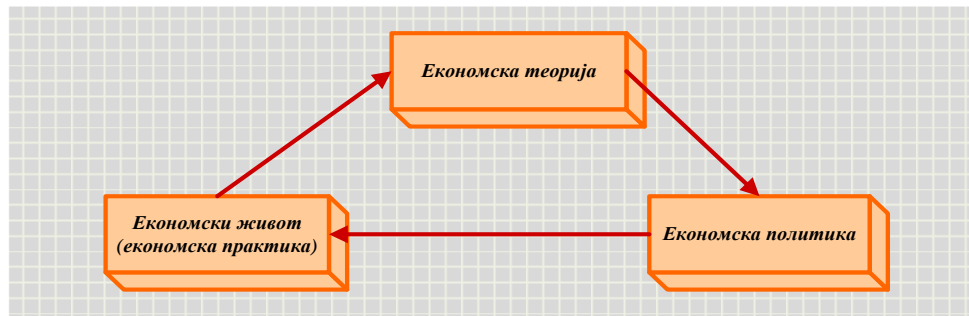
<sup>6</sup> Тоа подеднакво се однесува и на економската наука.

<sup>7</sup> Според овој пристап, ваквиот развој на економската мисла (теорија) се споредува со тркалање на топка снег низ надолнина, при што топката постепено се зголемува (поопширно кај Blaug, 1999).

Друг пристап кој е интересен да го спомнеме во овој контекст е *релативистичкиот пристап* (*респектирање на окружувањето*). Овој пристап го објаснува развојот на економската мисла (смената на економските парадигми) со помош на општествено – економските услови (економската практика, економскиот живот) во кои настануваат одредени економски учења (економски теории)<sup>8</sup>. Покрај нив, можеме да наведеме и други пристапи<sup>9</sup> од кои јасно можеме да го видиме односот помеѓу економската теорија, економската политика и економската практика и значењето на тој однос за замената на економските парадигми и за развојот на економската наука.

Економската теорија претставува основа за формулирање на економската политика со која се влијае на економскиот живот (економската променлива стварност, економската практика)<sup>10</sup>. Тоа е само едната страна на односите меѓу економската теорија, економската политика и економската практика. Од друга страна, економската стварност (економската практика) служи како основа и водич за модифицирање одредени економски теории<sup>11</sup> или градење нови теории кои ќе претставуваат посоодветна основа за формулирање на економската политика и унапредување на економската практика. Овде на наједноставен начин го образложивме односот меѓу економската теорија, економската политика и економската практика – а целиот процес, прикажан графички, изгледа вака:

Слика бр. 1.1 - Односот на економската практика, економската теорија и економската политика



Однос меѓу економската теорија, економската политика и економската практика.

Иако на прв поглед овој однос изгледа едноставен, за да се навлезе подлабоко во неговата суштина, треба да се разгледа посебно односот помеѓу два елемента, апстрахирајќи се од третиот. Односот помеѓу *економската теорија и економската практика*<sup>12</sup> во овој случај,

<sup>8</sup> Овој пристап е карактеристичен за институционалистите, претставниците на историската школа и марксистите.

<sup>9</sup> Како што се: концепцијата за линии на истражувањето во економијата на Д. Папино, теоријата на Попер дека теоретските хипотези никогаш не можат комплетно да бидат верифицирани, пристапот на Лестер Тароу според кој економската мисла може да се замисли како океан со безброј струи и вирови и др. (поопширно кај Стојков, 2008, стр. 571 – 579; Samuels, Biddle, and Davis, 2003, стр. 571 – 588; Davis, Marciano, and Runde, 2004, стр. 181 – 197; Jakšič, 1999, стр. 270 - 280).

<sup>10</sup> Според некои мислителци, идеите се градител на сегашноста и предвесници на иднината (Стојков, 2008).

<sup>11</sup> Доколку економската политика „натопена“ во дадената теорија не ги остварува своите цели и не соодветствува со економската практика.

<sup>12</sup> Кој е сржта на овој однос, земајќи предвид дека економската политика е посредник и алат на економската теорија.

врската е двонасочна: Од една страна, секоја економска теорија е конципирана согласно фактите и односите што постојат во економската стварност, секоја теорија се труди што подобро да ги долови укажувањата и предизвиците што произлегуваат од економската практика и да ги компримира во една заокружена целина, која подоцна ќе биде основа за креирање економска политика.<sup>13</sup> Од друга страна, економската теорија има силно влијание врз економската практика (економската стварност).<sup>14</sup> Сè додека економската теорија успешно ја толкува економската стварност и ги разрешува настанатите проблеми, овој однос функционира беспрекорно, но во моментот кога ќе се јави јаз и криза меѓу економската практика и економската теорија, тогаш доаѓа времето за ревидирање на теоријата или замена со нова. Односот меѓу *економската теорија* и *економската политика* е од специфична природа – општо прифатено е стојалиштето дека економската теорија треба да нуди алтернативни решенија, а политиката да избира помеѓу повеќе такви и да се труди да ги спроведува, за што поднесува потполна одговорност. Во услови на „растечка комплексност“ на економските системи и акцелерација на развојните процеси, практичната политика нужно се потпира врз сознанијата на економската теорија за економскиот живот. Сè уште се актуелни доста цитираните Кејнзови зборови од завршниот дел на неговата *Општа теорија* дека идеите на некои големи економисти имаат поголемо влијание во донесувањето одлуки од страна на националните лидери одошто обично се мисли, односно дека секој лидер во помала или поголема мера е „роб“ на идеите на некој мртов економист (наведено според Славески, 1989, стр. 121). Секоја економска политика поаѓа од некоја економска теорија, но доследната примена на теориските модели (економските теории) во практиката често се соочува со голем број проблеми.<sup>15</sup> Според тоа, се појавува потребата од прагматизам во водењето на економската политика и неретко во определени периоди се донесуваат мерки кои се спротивни на доминантната економска теорија. Според тоа, економската политика не ѝ робува до крај на економската теорија. Од друга страна, успешноста на економската политика е причина за воздигнување или за отфрлање на една економска теорија. Односот помеѓу *економската политика* и *економската практика* е сличен на оној што го имаат алатот и предметот што се обработува. Економската политика е продолжена рака, „извршител“ испратен од економската теорија да ги елиминира проблемите во економската практика (економскиот живот)<sup>16</sup>. Успешната економската политика е онаа која успешно ги исполнува своите цели и има поволно влијание врз економскиот живот. Доколку економската политика не може да понуди соодветно решение за проблемите во економската стварност, се

<sup>13</sup> Тука се апстрахираме од идеологизацијата и политизацијата кои имаат значајно влијание врз креирањето на економската теорија и наука.

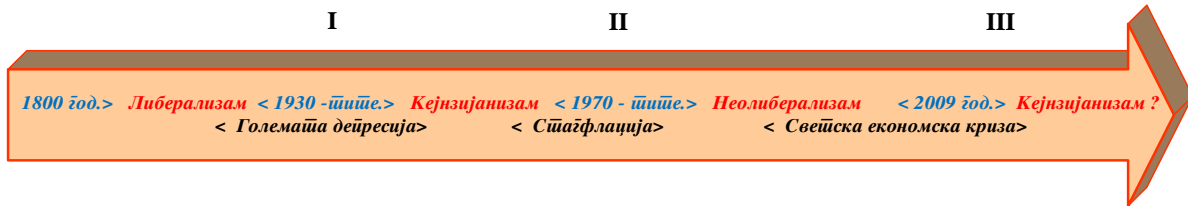
<sup>14</sup> Се разбира, преку мерките и инструментите на економската политика.

<sup>15</sup> Ако земеме предвид дека секоја економија има различни економски проблеми и окружување, тешко би било да заклучиме дека која било теорија е клуч-калауз за успешна економска политика.

<sup>16</sup> Покрај економската теорија постојат и други фактори – политиката, идеологијата итн..

активира обратната врска, каде што со ревидирање на економската теорија (или нејзина замена) се менува и економската политика – „алатот“ кој треба успешно да се справи со предизвиците во економската стварност.

Слика број 1.2 - Замена на доминантните економски парадигми



Односот помеѓу економската теорија, економската политика и економската практика треба да го имаме предвид при анализата на секое учење и при утврдување и анализирање на причините за практичната замена на парадигмите во современата макроекономија – во тој контекст, неизбежно е да ја спомнеме замената на класичната економија со кејнзијанизмот во периодот на Големата светска економска криза и замената на кејнзијанизмот (неокејнзијанизмот) со неолибералната парадигма кон крајот на седумдесеттите години на XX век. Во поновата историја, како потврда дека овој однос функционира, може да послужи Светската финансиска/економска криза која најпрвин направи промени и модификации во економската политика (поради начинот на кој се појави и се ширеше, ја фати неподготвена економската теорија) и која „уште еднаш“ ќе го затвори кругот со промени во економската теорија. Набрзо по почетокот на кризата се увиде дека „невидливата рака“ на Адам Смит мора да ѝ подаде рака на „видливата рака“ на Кејнс и нашироко почнаа да се применуваат класични кејнзијански доктрини за излез од кризата. Потресите во економската практика беа толку силни што покрај промените во економската политика го нагризаа и „тврдото јадро“ на дотогаш доминантната неолиберална економска теорија.<sup>17</sup> Меѓутоа, по најновите случувања, денес се доаѓа до една посебно интересна ситуација во економската стварност која претставува посебен предизвик за овој докторски труд – најголем дел од економиите во светот дојдоа до границите на моќта на монетарната политика (нултата граница на каматните стапки, zero bound interest rate) во стимулирање на економиите и излез од кризата, а од друга страна дојдоа и до границите на ефикасноста на фискалната политика со екстензивното задолжување и намалување на фискалниот простор за дејствување во услови на криза - која економска концепција и политика ќе се искачи на пиедесталот како спасител кој ќе понуди решение на економиите за излез од оваа специфична економска замка? Во продолжение, како основа на која се темелат сите

<sup>17</sup> Претставува особена чест оваа докторска дисертација да се пишува во време кога почнува да се затвора кругот помеѓу економската теорија, економската политика и економската стварност, време на промена на силите во доминантните макроекономски концепции и политики, време на замена на економските парадигми.

макроекономски решенија ќе бидат елаборирани доминантните макроекономски погледи на економијата и економските циклуси и решенијата/економските политики за справување со економските флукуации.

## **1.2. Кејнзовото разбирање и одговор на економските циклуси (кејнзијанската револуција)**

### ***1.2.1. Кејнзијанската револуција во разбирањето на економската активност и економските циклуси***

Во периодот 1929 - 1933, капитализмот го погодила Големата депресија, проследена со длабок пад на производството, дефлација, масовна невработеност и серија банкротства на банки и компании. Кризата го зафатила целиот свет, посебно најразвиените земји, а закрепнувањето било бавно и долготрајно. Во доменот на теоријата и економската политика, економската наука, претставена преку неокласичната теорија, била потресена и била разбиена довербата во неа од страна на политичарите и академската јавност. Во тие околности, во 1936 година се појавила Кејнзовата книга *Општа теорија за вработеноста, каматата и парите*, која ја означила револуцијата во економската теорија (големата замена на парадигмите) и почетокот на модерната макроекономија (поопширно види Keynes, 1936; Keynes, 1973; Patinkin, 1990). Во таа смисла, Семјуелсон сметал дека Кејнзовата *Општа теорија* претставува најзначајниот настан во економската наука во XX век (Snowdon and Vane, 2005b, стр. 405 - 409; Snowdon, Vane and Wynarczyk, 1994, стр. 60 - 63). Во текот на наредните години, Кејнзијанизмот претставувал владејачка економска доктрина во теоријата и политиката (поопширно кај Snowdon, and Vane, 2005, стр. 54 - 85; Roncaglia, 2005, стр. 395 - 407; Screpanti and Zamagni, 2005, стр. 249 - 254; Фити, 2001, стр. 62 - 63)

Револуционерноста на кејнзијанската теорија во однос на неокласичната потекнува од следниве поставки (поопширно кај Snowdon and Vane, 2005, стр. 36 - 85; Dimitrijevič, 2001, стр. 8 - 10; Snowdon, Vane and Wynarczyk, 1994, стр. 42 - 79; Fabris, 2002, стр. 95 - 103):

- 1) Отфрлање на Сејовиот закон за пазарите и претпоставката за полна вработеност на факторите на производство.
- 2) Бидејќи економските одлуки се донесуваат во услови на неизвесност, не постои автоматска пазарна рамнотежа и можно е циклично движење на пазарната економија.
- 3) Оттука произлегува дека нема автоматско „чистење“ – урамнотежување на пазарите, а цените, пред сè, платите, се нееластични во движењето надолу.

- 4) На пазарот на труд постои недоброволна невработеност како последица на ригидноста на платите и недоволната ефективна побарувачка.
- 5) Големата депресија е последица на падот на ефективната побарувачка,<sup>18</sup> високите каматни стапки и откажување на ефикасното дејство на монетарната политика.
- 6) Одлучувачко влијание добива активистичката макроекономска политика и првенствено фискалната политика.
- 7) Брзината на оптек на парите е нестабилна и, според тоа, квантитативната теорија на парите е заменета со концептот за преферирање на ликвидноста.
- 8) За разлика од Маршал, кај Кејнз прилагодувањето се одвива преку количината, а акцент добива исклучиво краткиот рок.

Спротивставувајќи се на класичната теорија, Кејнз сакал да покаже како поставките на таа теорија се применливи само на посебна ситуација (полна вработеност), а не се применливи на општ случај. Веројатно најзначајниот придонес на Кејнзовата теорија е тоа што укажал дека не постои „невидлива рака“ на пазарот која ја води економијата кон оптимална рамнотежа и воведувањето на концептот на несакана невработеност<sup>19</sup>.

До Кејнз се сметало дека не е можно да се воспостави макроекономска рамнотежа ако истовремено не егзистира и полна вработеност. Според Кејнз, промените во агрегатната побарувачка (која има круцијално значење) можат да ја нарушат постојната макроекономска рамнотежа и да доведат до нејзино воспоставување на ново, пониско рамниште. Кејнз тврди дека токму ова се случило во пазарните економии за време на Големата депресија: опаѓањето на агрегатната побарувачка и поместување на кривата на лево (крива со растечки наклон) ги фатила економиите во замката на рамнотежа со низок БДП и висока невработеност.

Според Кејнз, механизмот на навлегување на економијата во економските циклуси и појавата на рецесии ја следи следнава логика (види кај Фити, 2009, стр. 68):

- економијата навлегува во рецесија поради намалување на агрегатната побарувачка (ефективната побарувачка според Кејнз);
- намалувањето на агрегатната побарувачка во прв ред е детерминирано од намалувањето на инвестициите во приватниот сектор;
- самите инвестиции се условени од маргиналната ефикасност на капиталот и висината на каматната стапка;
- примарната улога во намалувањето на инвестициите му припаѓа на намалувањето на маргиналната ефикасност на капиталот, а не на каматната стапка (ова особено доаѓа

---

<sup>18</sup> Овој поим денес е најблизок до поимот агрегатна побарувачка во услови на затворена економија

<sup>19</sup> Неопходноста за управување на економските политики практично се увидува од појавата на Кејнз.



до израз при колапс на маргиналната ефикасност на капиталот, придружена со значаен пораст на каматната стапка).

Посебно е важно да се потенцира значењето што Кејнз им го придавал на очекувањата на економските субјекти за идните настани. Според Кејнз, кога ќе проработат animal spirits (животинските инстинкти) во песимистичка смисла<sup>20</sup> (разочарување, губење доверба итн.), доаѓа до значајно намалување на маргиналната ефикасност на капиталот, до пад на инвестициите, на агрегатната побарувачка и до појава на рецесии.<sup>21</sup>

Основен макроекономски проблем во времето на Кејнз била борбата со невработеноста и во тој контекст се појавила неговата општа теорија на вработеноста<sup>22</sup> (концептот за несакана невработеност). За да се одржува високо ниво на вработеност треба да се поттикнува ефективната побарувачка<sup>23</sup> преку мерките на фискалната и монетарната политика, при што важна улога имаат следните инструменти: ниска каматна стапка (политика на евтини пари), раст на буџетските расходи, вградени стабилизатори. Според тоа, кејнзијанското решение за излегување од кризата може да се претстави на следниот начин:

Слика бр. 1.3 - Кејнзијанското решение за излегување од кризата

$i \downarrow \blacktriangleright M^s \uparrow \blacktriangleright I \uparrow \blacktriangleright AD \uparrow \blacktriangleright L \uparrow \blacktriangleright Y \uparrow$

( $i$ )-каматна стапка; ( $M^s$ )-монетарна понуда; ( $I$ )-инвестиции; ( $AD$ )-агрегатна побарувачка ( $L$ )-вработеност; ( $Y$ )-национален доход

Зголемувањето на ефективната побарувачка, поттикнато со мерките на монетарната и фискалната политика, влијае на зголемувањето на вработеноста и производството и на тој начин се стабилизира економијата. Вакви препораки во теоријата и економската политика биле присутни во најразвиените пазарни економии сè до почетокот на 1970-тите години, т.е. до појавата на стагфлацијата и колапсот на Бретонвудскиот систем (Dimitrijevič, 2001, стр. 8 – 10).

По објавувањето на *Опитата теорија*, таа беше интерпретирана на различни начини (види Patinkin, 1990), додека Кејнзовите анализи наидоа на критики од страна на познати економисти (претежно од неолиберална провиниенција),<sup>24</sup> а некои од нив подоцна станаа добитници на Нобеловата награда и имаа силно влијание во економската сфера. Првите посериозни критики на кејнзијанизмот дојдоа по Втората светска војна, односно на почетокот на педесеттите години на минатиот век. На пример, Хенри Хазлит вршел анализа на „Кејнзовите

<sup>20</sup> Пример за тоа претставуваат случувањата кои ја следеа денешната глобална економска криза. Зголениот песимизам влијаеше негативно на инвестиционите одлуки/активност, агрегатната побарувачка, нивото на економска активност и вработеноста на глобално ниво.

<sup>21</sup> Нобеловецот Џорџ Акерлоф и професорот Роберт Шилер тврдат дека, според Кејнз, animal spirits се главна причина за економските флукуации.

<sup>22</sup> Во законот за вработување (The Employment Act) кој Американскиот конгрес го донел во 1946 година биле вградени кејнзијанските ставови (по Големата депресија) и според него, владата требало да продолжи за да достигне ниво на полна вработеност и да го максимира производството.

<sup>23</sup> Која има централно место во Кејнзовата теорија на вработеноста.

<sup>24</sup> Кејнз бил напаѓан и од страна на левницата (нарекуван заштитник на капитализмот) и од страна на десницата (нарекуван социјалистички реформатор).

заблуди“, а Хајек бил убеден дека Кејнз „фундаментално се лажел“ (поопширно види кај Стојков, 2008, стр. 289 – 291; Ćirović, 1997, стр. 177 – 187).

### ***1.2.2. Економска политика фундирана на Кејнзовото учење – државна интервенција во справувањето со економските циклуси***

Наспроти системот на слободна конкуренција и дејствувањето на т.н. „невидлива рака“, Кејнз се залагал за државна интервенција во стопанството, со која ќе се создаваат поволни услови за дејствување на приватниот капитал (поопширно кај Booth, 1983). Главни домени во кои треба да се интервенира се склоноста кон потрошувачка и поттикот кон инвестирање, а како позначајни средства на економската политика се редистрибуцијата на доходот (фискалната политика), намалувањето на каматната стапка (монетарната политика), контролата на приватните инвестиции и политиката на јавни инвестиции, буџетската политика (буџетска потрошувачка), политиката на доход и др.

Кејнз сметал дека капитализмот ја изгубил способноста да се развива врз основа на саморегулација и дека му е потребна државата која ќе создава поволни услови за функционирање на приватниот капитал и ќе се зачува суштината на капитализмот. Со тоа, Кејнз стана еден од најголемите економисти кој даде придонес за економската наука во XX век и за унапредување на стопанската практика во развиените земји (Стојков, 2008, стр. 288 – 290). Неговото учење служело како доминантна теоретска основа за водење економска политика на Запад до средината на 70-тите години на XX век, а со најновите случувања и големата финансиска криза (оваа година) голем број елементи од неговото учење се ревитализираат и се користат и денес<sup>25</sup> и тоа од најразвиените земји - бастиони на неокласичната (неолибералната) економија.

Кејнзијанците се залагаат за регулирање на каматните стапки, кои имаат силно влијание на маргиналната ефикасност на капиталот. Висока каматна стапка води до намалување на инвестиционата побарувачка, понатаму намалување на ефективната побарувачка, зголемување на стапката на невработеност и намалување на општествениот производ. Намалувањето на инфлацијата има секундарно значење за кејнзијанците (цена што мора да се плати за динамизирање на стопанската активност), поради тоа што тие сметаат дека умерената инфлација претставува скриено оданочување на неактивните пари и со тоа стимулира брзо трошење на формируваниот доход.

Кејнз широко ја отворил вратата за активно присуство на државата во економскиот процес, односно за водење интервенционистичка (дискрециона) економска политика. Тој сметал дека е

---

<sup>25</sup> Спасот на целиот систем повторно (по она во 1929-33) се побара во преградките на кејнзијанската струја?

потребно да постои регулатор (државата) кој ќе ги коригира неуспесите на пазарот, ќе ја одржува постојната општа рамнотежа и ќе го приближува системот колку што е можно повеќе до состојба на полна вработеност.

Накратко ќе се осврнеме на инструментите на економската политика засновани на кејнзијанското економско учење (поопширно види кај Booth, 1983; Snowdon and Vane, 2005, стр. 144 – 148; Fabris, 2002, стр. 106 – 113).

*Фискална политика* – Кога економијата покажува знаци на рецесија и лизгање кон депресија, лекот треба да се бара во енергичното користење на фискалната политика – зголемување на државната потрошувачка и намалување на даноците. Кејнзијанците сметаат дека е можно долгорочно динамизирање на ефективната побарувачка. Дефицитот во државниот буџет би требало првенствено да биде финансиран преку издавање обврзници од страна на државата, а постои можност и за директно задолжување кај монетарните власти.<sup>26</sup> Дефицитот остварен во фазата на депресија треба да биде покриен со суфицитот остварен во фазата на експанзија.

Државата, преку вршење јавни работи, вработување голем број работници, инвестирање во државни фабрики, директно ја зголемува ефективната побарувачка и преку мултипликаторот влијае на зголемување на општествениот производ за износ поголем од иницијалната инвестиција. *Кејнзијанците сметаат дека зголемувањето на јавните расходи има посилено дејство од намалувањето на даноците.* Намалувањето на даноците во услови на невработеност и рецесија води кон зголемување на расположливиот доход, тоа доведува до нова иницијална потрошувачка, што понатаму преку дејството на мултипликаторот води до поголема вработеност и општествен производ отколку иницијалниот износ на намалување на даноците (иницијалната потрошувачка). Според кејнзијанската економија, експанзијата на ефективната побарувачка нема да има значајни ефекти на порастот на стапката на инфлација. Во зоната на неискористени фактори на производство, порастот на агрегатната побарувачка првенствено влијае на порастот на економската активност додека ефектите во правец на генерирање на инфлацијата се релативно мали.

*Монетарна политика* - Кејнзијанската економска политика е поставена во развоен контекст, т.е. да придонесува во процесот на потиснување на рецесивните фактори, јакнење на економската експанзија и пораст на вработеноста. Иако кејнзијанската теорија става акцент на фискалната политика,<sup>27</sup> таа смета дека и монетарната политика од своја страна треба да ја поддржува и поттикнува економската активност. На пример, Филипсовата крива покажува дека

---

<sup>26</sup> Во кејнзијанската економија се смета дека е понормално финансирањето преку обврзници.

<sup>27</sup> Која, според нив, има главна улога во динамизирањето на стопанските процеси.

експанзивната монетарна политика, иако резултира со пораст на инфлацијата, води и до намалување на невработеноста.

Кејнзијанците сметаат дека монетарниот сектор е од секундарно значење,<sup>28</sup> па затоа и неговото влијание е индиректно преку влијанието на монетарната политика на формирањето на каматните стапки на ниско ниво,<sup>29</sup> со што се покачува нивото на инвестиции. Каматната стапка претставува клучна врска помеѓу монетарниот и реалниот сектор и нивното спојување преку финансискиот пазар. Во тој контекст, кејнзијанската економија поставува две тези:

- количеството пари се формира како ендогена варијабла, што значи дека репродукцискиот систем го детерминира потребното количество пари,
- количеството пари има влијание на нивото на стопанска активност, преку нивото на каматните стапки.

Монетарната политика, според кејнзијанците, треба да го следи растот на номиналниот општествен производ, односно да создава такво ниво на ефективна побарувачка при коешто може да се реализира целокупниот општествен производ по повисоки цени. Поради тоа што не прифаќаат никакво рецесивно урамнотежување, кејнзијанската економија смета дека парите имаат исклучиво ендеген карактер во функционирањето на системот, т.е. количеството пари мора да го следи не само растот на реалниот општествен производ, туку и инфлацијата на трошоците.

Каматната стапка претставува цена поради која поединците се спремни да се одречат од држењето готовина (преферирање на ликвидноста). Меѓутоа, кејнзијанците истакнуваат дека во кризни ситуации, како што била Големата депресија, постои бесконечно висока каматна еластичност на побарувачката за пари<sup>30</sup> - замка на ликвидноста, па поради тоа каматните стапки се ниски, инвестициите недоволни, а монетарната политика е немоќна (поопширно види кај Трпески, 2003, стр. 112 – 120). Во ваков случај, ефикасна е само фискалната политика (хоризонтална LM крива).

За време на Големата депресија, капиталистичкиот систем се најде пред амбисот на сопствената пропаст. Во такви услови, за прв пат во економската историја, земјите со пазарно стопанство ги прифатија и почнаа масовно да ги применуваат мерките на државна интервенција во стопанството од кејнзијанска природа. Со тоа се жртвуваше индивидуално приватната иницијатива, за сметка на што пораснаа ингеренциите на државата во економскиот живот.

---

<sup>28</sup> Клучно значење има реалниот сектор.

<sup>29</sup> Ниските каматни стапки заедно со експанзијата на кредити (за која се залагале во услови на рецесија) влијаат стимулативно на стопанската активност.

<sup>30</sup> И покрај зголемената понуда на пари и ниската каматна стапка, поради големата неизвесност, сите преферираат да ги држат парите во ликвидна состојба.

Капитализмот ја надмина кризата, а Кејнз остана да се слави како спасител на системот (поопширно кај Sweezy, 1972).

Иако кејнзијанската економија настанала во Велика Британија<sup>31</sup> (види кај Booth, 2001), својата прва вистинска примена ја имала во САД, скоро две децении по смртта на Кејнз. Главните причини за тоа се гледале во фактот што САД биле малку упатени на надворешнотрговска размена<sup>32</sup> и затоа што тогаш во САД постоеле поголеми можности за манипулирање со фискалната политика (во почетокот на 1960-тите години во САД невработеноста се движела околу 7% и претставувала класичен кејнзијански пример за несакана невработеност. Кејнзијанците се залагале за активна фискална политика, со што би се намалила невработеноста и би се зголемил растот на реалниот општествен производ).

Меѓутоа, во почетокот на 1970-тите години ситуацијата почнала да се влошува – речиси во сите развиени земји се покажало дека истовремено може да постои висока стапка на инфлација и висока невработеност. Кејнзијанците немале теоретски одговор за настанатата ситуација, затоа што сметале дека е невозможно истовремен раст на инфлацијата и на невработеноста. Исто така, концептот на „функционални финансии“ кој го развиле кејнзијанците не водел кон урамнотежување на буџетот, туку кон создавање буџетски дефицит на долг рок. Во новонастанатата ситуација, кејнзијанската економска политика била беспомошна и кејнзијанизмот започнал да го губи приматот, како во економската политика, така и во економската теорија. Во тие услови, економистите почнале да бараат решенија и рецепти во други макроекономски школи, пред сè, во монетаризмот (поопширно види Blinder, 1988; Palley, 2004; McCallum., 1987)

### **1.3. Монетаристички погледи за економските циклуси и монетаристичката економска политика (правила VS дискреција)**

#### ***1.3.1. Улогата на монетаризмот во разбирањето на економските флукуации***

Монетаризмот претставува економска теорија, економска филозофија, методологија, идеологија, економска политика и економска практика. Тој на економската сцена се појавил кон крајот на 1940-тите и првата половина на 1950-тите години со познатите трудови на централната фигура која ги удри темелите на монетаризмот, Милтон Фридман (поопширно види Nelson and Schwartz, 2007). Монетаризмот во значаен дел настанал како реакција на либералната десница и неокласиката на појавата на кејнзијанизмот и неговата доминација во теоријата и политиката сè

<sup>31</sup> Постојат, исто така, некои мислења дека Британскиот буџет од 1941 година претставува пример за примена на кејнзијанската економска политика.

<sup>32</sup> Кејнзијанизмот иницијално е поставен како концепт за затворена економија.

до крајот на 1960-тите години<sup>33</sup> (поопширно види кај Nobay and Johnson, 1977). На тој начин, од кејнзијанскиот став дека „парите не се важни“ се дошло до ставот дека парите и управувањето со понудата на пари се најважни, а дека инфлацијата како најзначаен проблем во економијата настанал поради неефикасната државна интервенција.<sup>34</sup> Затоа, појавувањето и силното влијание што го имал монетаризмот често се означува како монетаристичка контрареволуција (поопширно види Long 2000);.

Најважни теоретски постулати на монетаризмот се (Dimitrijevič, 2001, стр. 10 – 12):<sup>35</sup>

➤ Се прифаќа квантитативната теорија на парите преформулирана во облик на долгорочно стабилна агрегатна функција на побарувачката за пари. Тука се тргнува од концептот на парите како облик во поединците кој го држат имотот – актива, т.е. како капитално добро за фирмата (Friedman, 1956).

➤ Побарувачката за пари е долгорочно стабилна функција прикажана како реално количество пари. Брзината на обрт на парите е стабилна во текот на времето, каматната стапка има незначајно влијание на побарувачката за пари (види Friedman 1959).

➤ Наместо Кејнзовиот концепт на апсолутен доход, Фридман го воведува перманентниот доход кој го дефинира како долгорочно – стабилно ниво на доход на поединците. На тој начин и потрошувачката и побарувачката за пари се функции на перманентниот доход.<sup>36</sup>

➤ Перманентниот доход и стабилната побарувачка за пари упатуваат на централното начело на монетаризмот – природната стабилност на економијата и автоматскиот механизам за воспоставување рамнотежа преку флексибилните цени и слободните пазарни игри.

➤ Понудата на пари во економијата има егзоген карактер (одредена е од политиката на централната банка). Според тоа, како што истакнуваат монетаристите, инфлацијата секогаш и секаде е монетарен феномен и последица на прекумерна експанзија на пари (види Friedman and Schwartz, 1963b).

➤ Постои стабилен однос помеѓу понудата на пари и номиналниот доход.<sup>37</sup> Монетаристите прават разлика помеѓу краток и долг рок – парите не се неутрални на

---

<sup>33</sup> На широка примена на монетаристичката економска политика ѝ претходел раст на инфлацијата во западните земји, девалвацијата на фунтата во 1967 г., војната во Виетнам, колапсот на Bretton – Woods (март 1973), појавата на стагфлацијата и првиот нафтен шок во 1974 г. и, се разбира, неизбежно е да се додаде неуспехот што го доживеала кејнзијанската политика.

<sup>34</sup> Теоријата на перманентен доход, отфрлање на преференцијата за ликвидност, воведувањето стабилна функција на побарувачката на пари, негирањето на Филипсовата крива на долг рок и потенцирањето на правилата наспроти дискреција, се теоретски аргументи кои настанале од директната конфронтација со кејнзијанизмот.

<sup>35</sup> Поопширно за постулатите и карактеристиките на монетаризмот кај Snowdon and Vane (2005, стр.163 – 192), Laidler (1981), Стојков (2008, стр. 367 – 370), Фити (2001, стр. 101 – 107), Fabris (2002, стр. 147 – 156), Славески (1989, стр. 53 -59).

<sup>36</sup> Кој има многу помали осцилации од тековниот доход и агрегатната побарувачка.

<sup>37</sup> Порастот на понудата на пари му претходи 6-9 месеци на порастот на номиналниот доход и 12-18 месеци на порастот на стапката на инфлација.

краток рок, додека на долг рок се неутрални и влијаат само на покачување на нивото на цените.

➤ Монетаристите во економската теорија го воведуваат концептот на адаптивни инфлациони очекувања – кој овозможува да се води активистичка економска политика на краток рок.

➤ Во теоријата на Филипсовата крива се воведува поимот за природна стапка на невработеност (NRU), која означува долгорочна – валрасијанска рамнотежа на пазарот на труд во услови на несовершена конкуренција (Friedman, 1968; Friedman, 1976; Phelps, 1967).

➤ Либералистичката економска филозофија и економска слобода се од клучно значење за однесувањето на економските актери како рационални субјекти. Според тоа, во економската политика им се дава предност на правилата, а не на дискрецијата.

➤ Државната интервенција е неефикасна затоа што доведува до истиснување на приватниот сектор, инфлација и неефикасна алокација на ресурсите. Според тоа, примат мора да има монетарната политика – управување на понудата на пари на основа на долгорочни константни стапки на монетарен растеж (види Friedman, 1968).

➤ Големата депресија е доказ за важноста на парите и моќта на монетарната политика затоа што настанала како последица на погрешно управување со понудата на пари (види Friedman and Schwartz, 1963a). Затоа, клучен инструмент на економската политика треба да биде понудата на пари, а не каматната стапка, поради тоа што инфлацијата е најзначаен економски проблем кој е резултат на преголема експанзија и претерана флукуација во понудата на пари.

➤ Неопходно е долгорочно намалување на улогата на државата, пораст на конкурентноста на пазарите, намалување на буџетските расходи и даночниот товар, пораст на мотивацијата за профит во приватниот сектор и намалување на социјалните издатоци.

➤ Позитивистички емпириски пристап во поглед на методите на истражување. Тоа значи дека цел на економската наука е да развива теорија – хипотеза која добро ги предвидува настаните и феномените што ги истражува.

Основните постулати на монетаризмот што претходно кратко ги елабориравме упатуваат на тврдењето дека појавата на периоди на експанзии и рецесии (економски циклуси) главно е детерминирана од понудата на пари, односно главно е резултат на дејството на фактори од монетарна природа (види Friedman and Schwartz, 1963b). Фридман не ја исклучувал можноста економските циклуси да бидат предизвикани и од дејството на реални фактори, меѓутоа според него, монетарните фактори имаат централна улога во предизвикување на флукуациите на економијата – острите монетарни рестрикции скоро секогаш предизвикуваат рецесии, кои

понатаму преминуваат во депресији. Како што видовме од елаборирањето на постулатите, дури и Големата депресија Фридман ја објаснувал со погрешно управување со понудата на пари (види Friedman and Schwartz, 1963a).

За монетаризмот се даваат различни оценки. Неговите приврзаници го прогласуваат за најсовремен облик на економската мисла, што може да му помогне на капитализмот да ги разрешува проблемите на стагфлација, а неговите теоретски постулати се тествани со модели и верифицирани во практиката. Наспроти тоа, постојат оценки дека монетаризмот не е нова школа на економската мисла, туку дека е само нова струја во рамките на неокласичната (неолибералната) школа, дека неговата теоретска основа е реформулираната теорија на парите итн. Покрај тоа што монетаризмот е критикуван од неговите противници – кејнзијанците, вистинскиот удар дошол од неговите редови – Новата класична макроекономија и некои теоретичари од реалните бизнис-циклуси (поопширно види кај Laidler, 1981; Фити, 2001, стр. 210 – 212). Најголем број од критиките можат да се групираат во следниве подрачја:

- функцијата на побарувачката на пари и перманентниот доход,
- теоријата на номинален доход и улогата што ја има понудата на пари,
- концептот на природната стапка на невработеност,
- теоријата на инфлација и адаптивните инфлациони очекувања,
- економската политика и нејзините ефекти.

### ***1.3.2. Монетаристичката економска политика и нејзината примена во справувањето со економските циклуси***

Монетаризмот во себе содржи одредена економска политика со која се дава поддршка на самотекот на економската активност со помош на пазарниот механизам, од една страна, и се бара редуцирање на економската улога на државата на минимум, од друга. Монетаристите се залагаат за слободна пазарна игра, потполна конкуренција, слободни цени, дерегулација на економските текови, намалување на буџетскиот дефицит, приватизација на голем број економски активности, намалување на социјалните трансфери и сл.

Според тоа, основните начела на монетаристичката економска политика можеме да ги претставиме на следниов начин<sup>38</sup> (Fabris, 2002, стр. 157 – 172; Фити, 2001, стр. 120 - 123):

- Монетаристите веруваат во приватната сопственост, економската слобода и приватната иницијатива. Го прифаќаат Сејовиот закон за пазарите, веруваат во моделот на

---

<sup>38</sup> За основата на монетаристичката теорија и политика поопширно види Friedman, 1956, 1959, 1963b, 1968, 1972, 1975, 1976;



совршена конкуренција и флексибилни цени и застапуваат либералистичка економска политика.

- Либералистичката политика подразбира државата да ги одредува минималните правила на игра, да врши заштита на граѓаните и институциите на пазарната економија.
- Фискалната политика е неефикасна поради ефектот на истиснување на инвестициите од приватниот сектор и порастот на инфлацијата како последица на буџетскиот дефицит. Преку ефектот на истиснување, монетаристите покажуваат:
  - а) дека државната интервенција е неефикасна – бидејќи сама ги поништува реалните ефекти, но исто така и штетна – бидејќи ја намалува иницијативата на приватниот сектор и доведува до пораст на инфлацијата и
  - б) немоќта на фискалната политика и нејзините инструменти.
- Основен проблем во економијата не претставува невработеноста (затоа што економијата е на ниво на природната стапка на невработеност), туку инфлацијата. Инфлацијата секогаш и секаде е монетарен феномен, а монетарната политика е многу поефикасна во справувањето со неа. Ако имаме предвид дека монетаристите тргнуваат од тоа дека економијата долгорочно се наоѓа на нивото на природната стапка на невработеност, станува јасно зошто во нивниот модел на економска политика полната вработеност има секундарно значење.
- Како што инфлацијата станува приоритетен економски проблем, така и монетарната политика добива примат во рамките на економската политика. Клучен елемент на монетарната политика не претставува управувањето со каматната стапка, туку монетарна политика која управува со понудата на пари.
- Во трансмисиониот механизам на монетарната политика, монетаристите тргнуваат од Пигуовиот ефект и го истакнуваат непосредното влијание што го има понудата на пари на реалните агрегати, без посредство на каматната стапка.
- Во управувањето со понудата на пари централната банка треба да ги сведе флукуациите во понудата на пари на минимум, затоа што тоа ја стабилизира економијата. Според тоа, монетаристите се залагаат за константно правило на долгорочен раст на стапката на понуда на пари во рамки од 3 до 5% годишно онака како што расте реалниот општествен производ (поопширно види кај Петревски, 2005, стр. 118 – 120).<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> Кај монетаристите се можни два типа на правила: пасивни – според кои стапката на монетарен раст треба да биде долгорочно стабилна и да го следи растот на општествениот производ; активни – според кои стапката на монетарен раст се прилагодува на тековната економска ситуација [ $m_s = 3\% + (u - u^*)$ ]. Најголем број монетаристи сепак се залагаат за адаптивни правила, чијашто суштина се гледа во постепено прилагодување на новите околности.

- Поради долгите поместувања (јазови) во дејствувањето на економската политика, поради нашето несовршено знаење за економијата и нејзината способност автоматски да се враќа во природна рамнотежа, монетаристите теориски и емпириски ја докажуваат предноста на начелата во кои државата следи константни правила, во однос на дискреционата – интервенционистичка политика.
- Активната економска политика е неефикасна на долг рок. Парите не се неутрални само на краток рок, а на долг рок имаат влијание само на цените. Филипсовата крива и кривата на агрегатната понуда се вертикални на долг рок.
- Одлучувачко влијание во стабилизационата политика има намалувањето на понудата на пари и елиминирањето на буџетскиот дефицит. Определувањето за овие два инструмента го зголемува кредибилитетот на програмите и репутацијата на владата. Монетаристите преферираат ортодоксни стабилизациони програми, но претставува дилема дали е подобар градуалистичкиот пристап (подолго трае, а пониски се трошоците) или шок-терапија (трае пократко, но иницијалните трошоци се поголеми). Притоа, монетаристите признаваат дека стабилизационите трошоци имаат одредени трошоци – новата рамнотежа не се воспоставува моментално.
- На пазарот на труд монетаристите се залагаат за намалување на трошоците за работна сила (намалување на гарантираните плати), намалување на трошоците за невработените, ограничување на моќта на синдикатите и за зголемување на конкуренцијата на пазарот на труд. Прекумерната државна иницијатива на полето на социјалната политика и политиката на доход се контрапродуктивни, поради тоа што од една страна ја ослабуваат претприемачката иницијатива, а од друга страна водат кон кумулирање на буџетскиот дефицитот.
- Во надворешнотрговската политика монетаристите го надминале концептот на затворена економија на кој бил ограничен кејнзијанизмот. Монетаристите сметаат дека суфицитот односно дефицитот во платниот биланс е главно монетарен феномен. Во политиката на девизен курс монетаристите се залагаат за флексибилен девизен курс.
- Во согласност со концептот на економските слободи, монетаристите ја поттикнуваат приватната иницијатива и крупниот капитал преку разни стимулативни механизми и даночни олеснувања.

Поради ограниченоста на просторот накратко ќе се осврнеме на критиката на монетаристичката економска политика и нејзината примена. Доминантни критики во однос на економската политика и нејзините ефекти се (види Dimitrijevič, 2001, стр. 74 – 78):

- ✓ Кејнзијанците го прифаќаат значењето на парите и монетарната политика, но и понатаму сметаат дека фискалната политика е поефикасна.
- ✓ Се отфрла ефектот на истиснување, затоа што се смета дека аргументот е од теоретска природа и не е емпириски потврден.
- ✓ Се истакнува дека монетаристичкиот модел на одредување на цените и стабилноста на економијата не одговараат на стварните услови на пазарот и тој дејствува во услови на несовершена конкуренција.
- ✓ Новите кејнзијанци го истакнуваат проблемот на нееластични цени поради реалните и номиналните ригидности во економијата.
- ✓ Активната економска политика е можна и на долг рок (оттука постои долгорочен trade-off во Филипсовата крива, а агрегатната понуда има позитивен наклон).
- ✓ Бидејќи економијата е нестабилна, неопходна е дискрециона политика на владата за да се обезбеди макроекономска рамнотежа.
- ✓ Трансмисиониот механизам дејствува преку каматната стапка и, поради тоа, посакувано е таа да биде ниска со што би се поттикнувала агрегатната побарувачка.

Во средината и кон крајот на 1970-тите години забележливо е поместување кон примена на монетаристичката економска политика во голем број водечки капиталистички земји. Приоритет добива борбата против инфлацијата и контролата на понудата на пари наспроти ниската стапка на невработеност. Во Велика Британија, во 1979 година, на изборите победиле конзервативците на чело со Тачер, во САД – Реган (во 1980 година), а во Германија – Кол и сите тие применувале разни варијанти на монетаризам и економија на понудата во текот на своето владеење. Во правец на монетаристичките приоритети се насочуваат Шведска, Швајцарија и Италија, донекаде и корпоративистичката Јапонија, со исклучок на социјалистичката Франција. Монетаризмот, исто така, ги освојува и ФЕД (Вокер, 1979), Банката на Англија (1977), Бундесбанката, Меѓународниот монетарен фонд и други монетарно финансиски институции од национално и меѓународно значење.

Во текот на 1990-тите, речиси во сите развиени западни земји се водеше економска политика заснована на либерално – конзервативни начела. Приоритет беше ниската стапка на инфлација и тука се постигнати значајни резултати, но по цена на значаен пораст на стапката на невработеност. Приватизацијата стана светски тренд, беше намален буџетскиот дефицит, беше намалена активната улога на државата, а се зголеми степенот на конкурентност и либерализација на економијата (поопширно види Long, 2000; Dimitrijevič i Fabris, 2007, стр. 77 - 78; Фити, 2001, стр. 209 – 210).

## 1.4. Економските циклуси во учењето на новата класична макроекономија (школа на рационални очекувања)

### 1.4.1. Новата класична макроекономија за економското окружување и економските флукутации

Новата класична макроекономија се појавила во 1970-тите и 1980-тите години на минатиот век, заменувајќи го монетаризмот како главен ривал на кејнзијанизмот. Таа се среќава под разни називи: нова класична макроекономија, нова чикашка школа, конзервативна макроекономска теорија, монетаризам II и др. Поради определени сличности во водењето на економската политика, новата класична економија често се смета за варијанта на монетаризмот, меѓутоа денес преовладува ставот дека станува збор за нова – посебна макроекономска школа (поопширно види Lucas and Sargent, 1978; Laidler, 1986). Според новите класичари, појдовни основи на оваа школа се: а) рационалниот личен интерес; б) потполната конкуренција на сите пазари, флексибилноста на платите и цените и брзото урамнотежување; в) антиципирањето на иднината и донесувањето одлуки се заснова на рационални очекувања; г) евентуалните циклични движења во стопанството произлегуваат од краткорочните заблуди на поединците бидејќи располагаат со ограничени информации (Ekonomska enciklopedija, 1984, стр. 242).

Суштината на новата класична макроекономија ја претставуваат трите хипотези: 1) *хипотезата за рационалните очекувања*; 2) *хипотезата за постојана пазарна рамнотежа* и 3) *хипотезата за агрегатна понуда*. Новата класична макроекономија треба да се набљудува преку меѓузависноста на сите три хипотези, бидејќи хипотезата на рационални очекувања не е главната нишка по која новите класичари се разликуваат од другите макроекономски школи – пред сè од новите кејнзијанци (поопширно види кај Snowdon and Vane, 2005, стр. 223 – 236; Snowdon and Vane, 2005b, стр. 533 - 539; Snowdon, Vane and Wynarczyk, 1994, стр. 188 – 195; Revankar, 1980; Dimitrijevič i Fabris, 2007, стр. 105 – 111; поопширно кај Фити, 2009, стр. 123 – 128).

*Хипотезата за рационални очекувања* – Основната идеја на теоријата за рационални очекувања е дека поединците не се само пасивни набљудувачи. При донесувањето економски одлуки, поединецот тргнува од сите расположливи информации и формира рационални очекувања за идниот тек на економската активност и владината политика.<sup>40</sup> Според хипотезата на рационалните очекувања, не се можни систематски погрешни очекувања – поединците учат како да ја елиминираат систематската грешка. Оваа тврдење во основа е точно, меѓутоа во стварноста отсуството на неизвесност е редок случај, па според тоа и можноста за нејзино

<sup>40</sup> За разлика од адаптивните очекувања (кои ги користат монетаристите) кои тргнуваат од она што се случило во минатото.

потполно предвидување (постоењето рационални очекувања) е посебен случај<sup>41</sup> (поопширно види Muth, 1961; Lucas, 1972).

*Хипотезата за постојана пазарна рамнотежа и реалните бизнис-циклуси* – Оваа хипотеза се заснова на класичната економска теорија, која економскиот систем го конципира како рамнотежен систем, во кој силите што го враќаат системот во рамнотежа се толку силни што новата ценовна рамнотежа се формира многу брзо, без ефекти на реалниот сектор (рецесивни ефекти). Новите класичари тргнуваат од премногу упростен модел на пазарот кој ги користи сите расположливи информации, постои потполна конкуренција и не постојат трансакциски трошоци. Поради тоа, оваа школа се нарекува нова класична макроекономија – го усвојува принципот на класичната теорија, дополнет со рационалните очекувања.

*Хипотезата за агрегатна понуда* – Според хипотезата за агрегатна понуда, поединците се однесуваат во согласност со максимирањето на нивната благосостојба, а одлуките за понудата (труд, стока) зависат од релативните цени. Доколку тековната плата е поголема од нормалната – работниците ја зголемуваат понудата на труд во однос на слободното време. Слично е и кога се во прашање производите: доколку дојде до пораст на цените на производите на една фирма, таа мора да одлучи: а) дали се зголемила реалната побарувачка и тогаш треба да ја зголеми понудата или б) или во прашање е општ пораст на цените, кога не треба да ја зголеми својата понуда.

Новата класична макроекономија поставила ново теоретско објаснување за настанувањето на економските циклуси, каде што посебно значење има хипотезата на рационални очекувања. Според новите класичари, економските циклуси може да се појават само во случај на неантиципирани промени во економската политика – посебно монетарната политика („монетарно изненадување“). Доколку владата ги изненади економските субјекти со зголемување на понудата на пари, економските субјекти ќе реагираат со зголемување на производството и понудата. Понатаму сè тече како учебнички пример кој завршува со враќање на реалните фактори на првобитното рамниште во зона на повисока инфлација. Меѓутоа, доколку владата транспарентно ја соопшти својата намера на економските субјекти, тие благодарение на рационалните очекувања, ќе ја инкорпорираат оваа мерка на економската политика во своето однесување и со тоа нема да се предизвика промена во реалните фактори, која понатаму може да биде причина за појава на економски флукуации/циклуси (поопширно види Lucas, 1977; Sargent and Wallece, 1976).

---

<sup>41</sup> Неопходно кај рационалните очекувања е да правиме разлика помеѓу послабата и посилната верзија на оваа хипотеза.

Посебно интересен дел кај новите класичари претставува анализа на „игрите“ помеѓу интелегентните „натпреварувачи“ на владата и приватниот сектор, кредибилитетот на креаторите на економската политика и проблемот на временска неконзистентност.

Кон крајот на 1970-тите години, кога новата класична економија се наметнала како сè посилен опонент на кејнзијанизмот, се појавиле и првите посериозни критики на оваа школа. Критиките дошле од економистите од спротивниот табор, но и однатре, од самите редови на новите класичари, посебно од претставниците на реалните бизнис-циклуси. Најсериозните критики биле упатени на главните хипотези на новата класична економија и нив можеме да ги групираме вака (поопширно кај Фити, 2001, стр. 213; Славески, 1989, стр. 64 – 66; Fabris, 2002, стр. 221 -226; Dimitrijević i Fabris, 2007, стр. 121 - 125):

- оспорување на моќта на пазарите за брзо, моментално урамнотежување;
- оспорување на хипотезата за рационални очекувања;
- оспорување на монетарните фактори при објаснувањето на економскиот циклус.

#### ***1.4.2. Економската политика на новата класична макроекономија – неефикасност на економската политиката во справувањето со економските циклуси***

Претставниците на новата класична макроекономија разгледуваат низа прашања поврзани во прв ред со реалните проблеми при формулирањето и реализирањето на економската политика. Поради тоа, најпрво да ги наведеме изведените заклучоци од страна на новите класичари, кои воедно претставуваат и импликации врз економската политика (поопширно кај Snowdon and Vane, 2005, стр. 242 – 267).

- неефикасност на економската политика,
- трошоци (аутпут, вработеност) при намалување на инфлацијата,
- динамичка временска неконзистентност, кредибилитет и монетарни правила и
- улога на микроекономската политика во зголемувањето на агрегатната понуда.

Новите класичари не ги истакнуваат јасно целите на економската политика<sup>42</sup> - што произлегува од претпоставката дека антиципираните промени немаат реални ефекти, па според тоа, пред нив не можат да се постават определени цели. Ако имаме предвид дека ефектите од монетарната експанзија не ги декомпонираат на реални и номинални варијабли, произлегува имплицитната цел дека се против експанзивна политика, односно за ниска инфлација. Од друга страна, имајќи предвид дека според нив економијата и на краток и на долг рок се наоѓа на природната стапка на невработеност, произлегува целта дека полната вработеност има секундарно значење (поопширно кај Sargent and Wallece 1976; Lucas, 1976; Lucas, 1972 и др.)

---

<sup>42</sup> Но тие можат да се препознаат од инструментите на економската политика и аналитичката рамка.

Еден од најважните заклучоци на новите класичари е дека економската политика ќе биде неефективна, дури на краток рок, доколку е антиципирана од економските агенти (поопширно кај Фити, 2009, стр. 123 – 128; Славески, 1989, стр. 62 – 63). До реални промени доаѓа само во случај во кој не е антиципирана, т.е. доколку се појави разлика помеѓу стварното и очекуваното ниво на цени. Поради тоа, новите класичари се заговорници за политика на правила<sup>43</sup>, затоа што со правилата се обезбедува помало отстапување на реалните варијабли од долгорочниот тренд – што е цел на стабилизационата политика<sup>44</sup>.

Новите класичари истакнуваат дека кејнзијанците давале доминантна улога на фискалната политика, додека монетаристите на монетарната политика, а цел на нивната анализа е да се даде подеднакво значење и на монетарната и на фискалната политика.

Новите класичари сметаат дека антиципираната монетарна политика е неефикасна. Доколку монетарната власт објави дека ќе ја зголеми понудата на пари, економските субјекти ќе ја земат предвид оваа информација и ќе формираат свои рационални очекувања. Доколку монетарната власт ги изненади економските субјекти со зголемена понуда на пари, тие погрешно ќе го проценат општото ниво на цени и ќе реагираат преку зголемување на понудата. Меѓутоа, ова зголемување на понудата е само привремено, додека економските субјекти да сфатат дека не дошло до промена на релативните цени, туку се покачило општото ниво на цени (Dimitrijevič i Fabris, 2007, стр. 116 – 121).

Претставниците на новата класична макроекономија сметаат дека дезинфлационите трошоци можат да бидат многу мали, а коефициентот на жртвување дури се стреми кон нула, доколку монетарните власти уживаат висок кредибилитет и репутација и доколку буџетската политика е компатибилна со монетарната политика (Фити, 2001, стр. 137). Затоа, новата класична економија го отфрла и монетаристичкиот став за градуалистичка рестриктивна монетарна политика. Ако имаме предвид дека не постојат трошоци за дезинфлација, тогаш е можно радикално намалување на стапката на монетарен раст со цел да се запре инфлацијата. Ова води кон заклучокот дека кај новата класична макроекономија не постои разлика помеѓу краткиот и долгиот рок. Единствено ако креаторите на економската политика немаат кредибилитет, тогаш намалувањето на инфлацијата има рецесивни ефекти.

Новата класична макроекономија не го прифаќа ни кејнзијанското ни монетаристичкотовидување на Филипсовата крива, туку смета дека Филипсовата крива е вертикална и на краток и на долг рок. Фридмановата претпоставка за адаптивните очекувања дозволува инфлацијата да се разликува од очекуваната стапка, кривата на понуда на труд да се помести, предизвикувајќи

<sup>43</sup> Тука постои дилема дали да се таргетира каматната стапка или паричната маса. Под претпоставка инфлацијата да не се третира како цел на монетарната политика, новите класичари му даваат предност на таргетирањето на паричната маса.

<sup>44</sup> Овој став го делат и монетаристите, но како резултат на различни претпоставки - кои веќе беа спомнати.

„чистење“ на пазарот и при стапки кои се разликуваат од природната. Со хипотезата за рационалните очекувања, оваа поставка станува невалидна (Fabris, 2002, стр. 212 – 221).

За новите класичари, како што претходно потенциравме, управувањето со агрегатната побарувачка преку инструментите на монетарната и фискалната политика по правило нема посебна смисла. За нив, значајна е агрегатната понуда и стимулирањето на потенцијалниот бруто-домашен производ. Во овој домен, според нив, посебен придонес може да дадат микроекономските политики преку зголемување на поттиците за работа и инвестирање. Во овој контекст, нивните предлози се идентични со претставниците на другите школи од неолиберална провениенција: намалување на маргинаалните даночни стапки заради зголемување на мотивот за работа и инвестирање, ограничување на моќта на синдикатите и намалување на трансферите за невработените за да се зголеми флексибилноста на пазарот на труд итн.

### **1.4.3. Теорија на реалните бизнис-циклуси<sup>45</sup>**

Имајќи предвид дека основните постулати на теоријата на реалните бизнис-циклуси се суштински многу блиски до оние на новата класична макроекономија, а покрај тоа најголем дел автори оваа теорија ја сметаат за правец во рамките на новата класична макроекономија, таа ќе биде елаборирана во нејзиното продолжение. Основите на оваа теорија се појавиле во почетокот на 80-тите години на XX век<sup>46</sup> кога Кидланд, Прескот, Плесер и др. понудиле потполно ново објаснување за флукуациите од конвенционалното кое го застапувале кејнзијанците, монетаристите и новите класичари (поопширно види Kydland and Prescott, 1982; Nelson and Plosser, 1982; Plosse, 1989; Kydland and Prescott, 1977). Тие, врз основа на проучување на податоците за движењето на БДП на САД, заклучиле дека за промените на БДП е карактеристична перманентност при што не постои тенденција на враќање на производот на трендот кој постоел пред шокот. Всушност, станало јасно дека доколку шоките на растот на продуктивноста предизвикани од технолошките промени се чести, тогаш и движењето на општествениот производ ќе личи на деловен циклус. Меѓутоа, увидените флукуации на општествениот производ претставуваат флукуација на самата природна стапка на производот (предизвикан од серија перманентни шокови), односно флукуација на самиот тренд, а не девијација на производот од трендот. Затоа, може да се постави и прашањето дали воопшто постои деловен циклус?

---

<sup>45</sup> Поопширно за теоријата на реалните деловни циклуси, претставниците, импликациите врз економската политика кај Стојков (2008, стр. 380 – 382), Фити (2009, стр. 131 - 138); Фити (2008, стр. 141 - 149); Dimitrijevič i dr. (2001), Snowdon and Vane (2005b, стр. 93 – 97), Snowdon, and Vane (2005, стр. 294 – 344), Snowdon, Vane and Wyncarczyk (1994, стр. 236 – 279).

<sup>46</sup> На слика - 3.1 е претставена еволуцијата на Новата класична макроекономија и раѓањето на Новата класична макроекономија (Mark II) или Теоријата на реалните деловни циклуси.



Според теоријата на реалните бизнис-циклуси, економијата е предмет на шокови кои доаѓаат од страната на понудата и во најголем дел се предизвикани од големите флукуации на стапката на технолошки промени, како и разни природни непогоди, зголемување на цената на енергијата, војните и др.<sup>47</sup>. Овие шокови во производната функција предизвикуваат и флукуации во релативните цени на кои одговараат рационалните економски субјекти. Поради тоа, флукуациите на општествениот производ и вработеноста се карактеристики на рамнотежата и резултат на оптималниот одговор на рационалните субјекти на промените во економското окружување. Промените во обемот на вработеноста ги одразуваат промените на бројот на луѓе кои сакаат да работат, а тие се Парето-ефикасни одговори на шоките кои влијаат на производната функција, поради што монетарната политика е нерелевантна за објаснување на овие флукуации. Парите се супернеутрални. Постојењето флукуации на општествениот бруто-производ не значи неспособност за чистење на пазарите, туку претставува флукуација на природната стапка на производот. Така, постоењето невработеност на пазарот на труд е резултат на одлуките на работниците и затоа станува збор за сакана невработеност. Државата, според тоа, не би требало да се обидува да ги намали флукуациите, не само затоа што стабилизационата политика нема да успее во тоа (таа е неефикасна), туку затоа што со неа ќе влијае на намалување на богатството. Пред сè, ова се однесува на фискалната политика со која државата може да оневозможи претпријатијата и работниците да реализираат оптимален обем на производство и вработеност.

## **1.5. Економските циклуси во учењето на новите кејнзијанци (микроекономски фундаменти на кејнзијанизмот)**

### ***1.5.1. Новите кејнзијанци за факторите кои генерираат економска нестабилност***

Крајот на седумдесеттите години од минатиот век и појавата на феноменот на стагфлацијата ја означиле големата замена на парадигмите, на кејнзијанизмот со неолиберализам. Стагфлацијата како феномен отворила доста простор за напад врз Кејнзовото учење од страна на неолибералната струја (монетаризам, нова класична макроекономија, економијата на понудата, теоријата на реалните бизнис-циклуси и теоријата на јавниот избор). Покрај неспособноста да се справи со стагфлацијата, во современата економска литература се потенцираат две основни слабости на кејнзијанизмот:

- ✓ неговата слаба микроекономска заснованост и

---

<sup>47</sup> Всушност, тоа се реални фактори, а најзначајната улога ѝ ја припишуваат на вкупната факторска продуктивност – која води до просперитет или рецесија.

✓ запоставување на испитувањето на агрегатната понуда.

Сето ова значело доминација на неолибералната струја на економската сцена, што од друга страна беше доволен сигнал за многу економисти од неокејнзијанска провиниенција да почнат да ги бараат грешките во кејнзијанизмот и да даваат објаснување на реалните економски проблеми во „кејнзијански дух“. Ова придонело тие економисти да примат одредена доза на еклектизам, односно да ги задржат своите кејнзијански корени, но да прифатат и одредени тврдења од страна на неолибералната струја. Овие економисти се наречени нови кејнзијанци, а школата нова кејнзијанска економија (види кај Mankiw, 1992; Snowden, and Vane, 2005, стр. 357 – 161).

Новата кејнзијанска економија изградила цврсти микроекономски фундаменти кои недостасувале по кејнзијанското економско учење и го свртела вниманието кон запоставената понуда. Затоа, појавувањето на новата кејнзијанска економија, Менкју го нарекува „реинкарнација“ односно „повторно раѓање, но во друго тело“ (Mankiw, 1992, стр. 559). Во нејзината суштина е разбирањето и објаснувањето на причините кои предизвикуваат имперфектности на пазарите на стоки и услуги, на капитал и на работна сила и макроекономските последици што произлегуваат од нив. Истражувањата на економистите претставници на новата кејнзијанска економија може да се согледаат во следниве домени:

- ✓ истражување на номиналните ригидности (види Taylor, 1979; Fischer, 1977) и реалните ригидности на платите (види Akerlof, 1982; Yelen, 1984, Akerlof and Yellen, 1987, 1988; Shapiro and Stiglitz, 1984);
- ✓ истражување на номиналните и реалните ригидности на цените (види Mankiw, 1985; Parkin, 1986; Stiglitz, 1987; Gordon, 1981; Akerlof and Yellen, 1985).

Врз основа на погледите и сфаќањата на теоретичарите на новата кејнзијанска економија за начинот на кој функционираат современите економии, можат да се синтетизираат нејзините суштински карактеристики (поопширно кај Screpanti and Zamagni, 2005, стр. 363 – 368; Snowden, and Vane, 2005, стр. 366 – 396; Фити, 2001, стр. 177 – 194; Fabris, 2002, стр. 232 – 249; Jakšič, 1999, стр. 257 - 258):

- Пазарите бавно и тешко се урамнотежуваат. Поради тоа, економиите само во исклучителни ситуации функционираат на нивото на потенцијалниот бруто-домашен производ и природната стапка на невработеност.
- Изворите на нестабилност во економијата произлегуваат како од страната на побарувачката така и од страната на понудата. За новите кејнзијанци, помалку е значајно од каде произлегуваат шоките и нестабилноста, а многу позначајно е како реагира економијата на настанатите шокови.

- Новите кејнзијанци потенцираат дека совршената конкуренција е минато, дека пазарите не се конкурентни, а нивното бавно урамнотежување се должи на нефлексибилноста на платите и цените. Тие детално ги анализираат причините за номиналните и реалните ригидности на платите и цените и на тој начин ја зацврстуваат нужната микроекономска фундираност на кејнзијанизмот и му подаруваат „нова младост“.
- Новите кејнзијанци веруваат во постоењето на т.н. хистереза (hysteresis) – краткорочни шокови на страната на побарувачката и понудата кои имаат сериозни импликации врз движењето на економијата на долг рок<sup>48</sup> (поопширно кај Snowdon, and Vane, 2005, стр. 401 – 408).
- Дел од претставниците на новата кејнзијанска економија (Стиглиц, Гринвалд и др.) сметаат дека реалните и номиналните ригидности на платите не се најважната причина за флукуациите во економијата. Причините треба да се бараат во имперфектностите на современите пазари како значаен домен на пазарниот неуспех.
- Новите кејнзијанци не ја прифаќаат тезата за неутралност на парите, меѓутоа во основа мислат дека луѓето ја антиципираат иднината преку рационалните очекувања.
- Ако нестабилностите и шоките се обележје на современите економии, тогаш во случај на длабоки и сериозни нарушувања, државата ќе мора преку своите макроекономски политики да ги коригира неуспесите на пазарот.

Новите кејнзијанци, за разлика од кејнзизмот, прифатија еклектизам, барајќи ги причините за економска нестабилност и на страната на побарувачката и на страната на понудата. Доколку сублимираме од суштински карактеристики, во моделот на новите кејнзијанци, факторите кои ги генерираат економските циклуси се гледаат во (види поопширно Фити, 2009, стр. 82-106):

- ригидностите на цените и платите, што води до тешко урамнотежување на пазарите, економиите не функционираат на потенцијалниот БДП, рецесиите се чести и предизвикуваат нерационално користење на ресурсите;

- постоењето асиметрични информации, при што учесниците во економскиот живот не се целосно информирани, информациите се скапи и потребно е истражување за да се дојде до нив;

- големо влијание им обрнуваат на очекувањата и на економските циклуси, ја продолжуваат традицијата на Кејнз за значењето што го имаат animal spirits (животински инстинкт) за економијата, го потенцираат значењето на довербата за економската

---

<sup>48</sup> Импликациите на т.н. хистереза се особено присутни во доменот на пазарот на труд.

нестабилност и појавата на кризи (Кругман), мултипликатор на довербата (Акерлоф и Шилер);

- овде е значајно да се спомне феноменот хистереза (hysteresis), која означува дека краткорочните шокови на пазарот на труд кои предизвикуваат висока невработеност можат да предизвикаат одржување висока и перзистентна невработеност на долг рок, односно природната стапка на невработеност во еден дел е детерминирана од состојбата на невработеноста во претходниот период.

### ***1.5.2. Економска политика на новите кејнзијанци – номинални и реални ригидности на платите и цените***

Новите кејнзијанци сметаат дека неопходноста од државна интервенција и регулација произлегува од постоењето пазарен неуспех. Според нив, со економската политика треба да се разрешуваат проблемите што произлегуваат од пазарниот неуспех, да се врши редистрибуција на доходот, да се обезбедува социјална сигурност и слично. Како и кејнзијанците воопшто, така и новите кејнзијанци сметаат дека е битно управувањето со побарувачката. Но, за разлика од другите кејнзијанци, тие посветуваат одредено внимание и на агрегатната понуда, на рационалните очекувања, на микроекономските основи на макроекономијата и сл. И со тоа амортизираат дел од критиките кои биле вперени против кејнзијанците како учење и економска политика (види Greenwald and Stiglitz, 1993).

Како и кај кејнзијанците, најважна цел на економската политика на новите кејнзијанци останува невработеноста. Комплементарна цел на претходната, според новите кејнзијанци, преставува и елиминирањето на цикличните флукуации коишто се резултат на ефектот на хистереза и координираните аномалии, и се една од најважните причини кои ја предизвикуваат несаканата невработеност. Новите кејнзијанци не ја набљудуваат повеќе инфлацијата како нужно оданочување на неактивните пари, меѓутоа и кај нив борбата со инфлацијата останува со секундарно значење. Важна цел на монетарната политика е да ја зголеми достапноста до кредити и да одржува ниски каматни стапки кои би гарантирале висока стапка на инвестиции и намалување на цикличните флукуации.

Во светот во кој живееме, каде што фирмите слободно ги одредуваат платите и цените на некоординиран начин и каде што постои неизвесност за последиците од нивните акции, не изненадува тоа што постои инерција која се однесува на платите и цените. Од друга страна, процесите на автоматско приспособување се долготрајни и неизвесни, шоките на страната на побарувачката и понудата водат до реални промени на нивото на производството и

вработеноста<sup>49</sup>, така што е неопходна државна интервенција која би ја водела економијата кон полна вработеност<sup>50</sup>. Новите кејнзијанци сметаат дека ригидноста на номиналните цени е основна карактеристика по која се разликуваат пазарните економии од валрасовскиот модел. Без овие ригидности, економијата брзо би се прилагодувала на шоковите и би се одржувала полна вработеност и економска ефикасност. Според тоа, во моделите на новите кејнзијанци парите повеќе не се неутрални и повторно се воведува ефикасноста на економската политика. Во овој контекст, се отфрла анализата на свет во кој постои совршена конкуренција и се прифаќа свет во кој постои несовершена конкуренција<sup>51</sup> (види поопширно Gordon, 1990).

Во пазарната економија, ендегените сили често можат да го засилат неповолното влијание од егзогените шокови. Со оглед на тоа дека тргнуваат од претпоставката дека флукуациите на економската активност се нерегуларни и непредвидливи, најголемиот број од новите кејнзијанци не се за „фино дотерување“ на макроекономските варијабли од страна на државата. Меѓутоа, само мал број нови кејнзијанци преферираат политика на цврсти правила, додека мнозинството смета дека не е можно да се постават сите правила од причина што економијата постојано се менува.

Како и кај кејнзијанците, фискалната политика има приоритет во однос на монетарната и кај новите кејнзијанци. Нејзината цел е преку елиминирање на нестабилноста на агрегатната побарувачка да влијае на зголемувањето на обемот на производство и понатаму на благосостојбата во економијата.<sup>52</sup> Меѓутоа, имајќи ја предвид големата хетерогеност на новите кејнзијанци, не постои согласност околу тоа кои конкретни инструменти на фискалната политика треба да ги користи со цел да ги елиминира флукуациите на агрегатната побарувачка.<sup>53</sup>

Новите кејнзијанци не ги прифаќаат ставовите на новите класичари дека само неантиципираната монетарна политика може да биде ефикасна. Монетарната политика и тогаш кога е целосно антиципирана може да влијае на обемот на производство и вработеноста, поради тоа што информациите стануваат достапни откако веќе се склучени долгорочни договори за работа (поопширно кај Fischer, 1995). Единствено доколку договорите за работа се индексирани на база на антиципираната економска политика и поединците не прават систематски грешки, може да се зборува за неефикасност на економската политика.

---

<sup>49</sup> Тие ја отфрлаат идејата на новата класична економија дека сите пазари се во рамнотежа во валрасијанска традиција.

<sup>50</sup> Отворено е прашањето какво ќе биде влијанието на ваквата политика на благосостојбата (Romer, 1993).

<sup>51</sup> Тоа е свет во кој доминираат крупни корпорации, постојат монополи, екстерналии, јавни добра и др.

<sup>52</sup> Ваквата политика е значајна секогаш кога агрегатниот варијабилитет има големо значење на одлуките на фирмите за нивото на вработеност и обемот на производство (Fabris, 2002, стр.257 според Phelps, 1992).

<sup>53</sup> Во случај на поблаги аномалии, новите кејнзијанци се залагаат за доделување субвенции кои ќе бидат финансирани преку паушални даноци што ќе ги плаќаат сите економски агенти – вработени и невработени.

Најголем дел од новите кејнзијанци сметаат дека конвенционалната монетарна политика не е доволна да го стабилизира пазарот на капитал. Тие истакнуваат дека конвенционалната монетарна политика сигурно би ги намалила каматните стапки на државните обврзници, но прашање е колкаво е нејзиното влијание на каматните стапки кои се одредуваат од банките. Меѓутоа, монетарната политика може да влијае на зголемување на нето-вредноста на имотот на банките. Тоа може да се постигне со намалувањето на дисконтната стапка и задолжителните резерви што понатаму би водело до зголемување на нето-вредноста на капиталот на банката, зголемување на нејзината спремност за одобрување кредити и прифаќање ризик.<sup>54</sup>

Новите кејнзијанци, иако тврдат дека му дале микроекономски основи на кејнзијанизмот и негова втора младост, сепак на нивна сметка се упатуваа бројни критики од спротивните, но и од сопствените табори, од кои нашето внимание ќе го задржиме на најзначајните (поопширно кај Fabris, 2002, стр. 261 – 262; Snowdon, and Vane, 2005, стр. 428 -433; Фити, 2001, стр. 219 – 221): поради постоењето мноштво ригидности, тешко е да се востанови единствен став за тоа која ригидност е најбитна; тие се насочени кон создавање теориски модели при што биле запоставени емпириските истражувања кои би ги потврдиле нивните претпоставки; некои истакнати кејнзијанци и ортодоксни монетаристи се критични спрема рационалните очекувања и бараат емпириска потврда за нивно воведување; несериозно е да се тврди дека трошоците поврзани со промена на цените на етикетите можат да бидат причина за нарушување на макроекономската активност; многу повеќе се заинтересирани за начинот на кој економијата реагира на шоките, отколку за самите извори на шокови и за отстранување на причините што ги предизвикуваат. Поради сите овие критики, некои аналитичари на современите макроекономски концепции ќе забележат дека „новите кејнзијанци само наточиле старо вино во нови шишиња“ (Snowdon, Vane and Wynarczyk, 1994, стр.330).

## **1.6. Можности за синтеза на доминантните макроекономски теории и политики како солидна основа за ефикасно справување со флукуациите на економската активност**

### ***1.6.1. Можности за синтеза на алтернативните теориски концепции на макроекономската политика***

Постојат бројни проблеми (економски циклуси и кризи) кои бараат толкување од економската наука, поставување дијагноза и нивно решавање на најдобар можен начин. Меѓутоа, економските струи (школи) кои се јавуваат во економската „река“ даваат различни

---

<sup>54</sup> Бидејќи коефициентот на заемите во однос на нето-вредноста на капиталот е висок, може со релативно мало зголемување на нето-вредноста на капиталот во голема мера да се зголеми достапноста до кредити.

одговори и дијагнози во согласност со нивната теоретска ориентираност. Оттука произлегува прашањето кое е круцијално за опстојувањето на економската наука: На кои економисти (школа на економската мисла) треба да им се верува? Тоа прашање е предизвик за градење бројни синтети, кои претставуваат начин економската наука да се соочува со своите задачи: да ги дијагностицира состојбите во економскиот живот, да предлага решенија за нивно менување во позитивна насока, да предвидува идни настани и тенденции и др. Станува збор за синтети во самата економска наука и меѓу неа и разни некономски науки. Останува дилемата дали економистите треба да останат само на „економски терен“ или треба да се прават синтети вклучувајќи сознанија и од некономски науки. Доколку не се комплементарни и не служат за објаснување на економските факти, синтетите во економската наука може да водат кон „разводнување“ на одредени економски заклучоци, до разнебитување на економската наука и нејзино трансформирање во аморфна маса или до нејзино лоцирање под закрилата на некоја друга наука (Стојков, 2008, стр. 532).

➤ Некои познати синтети во самата економска наука: Неокласичната синтеза<sup>55</sup>, Моделот IS – LM<sup>56</sup>, Моделот „Шведско знаме“<sup>57</sup> и др.

➤ Некои познати синтети меѓу економска наука и разни некономски науки (Стојков, 2008, стр. 543-547): Економски социологизам<sup>58</sup>, Клиометрија<sup>59</sup>, Синтеза преку економетриски модели<sup>60</sup> и др.

Низ конфронтација на разните школи на економската мисла, а посебно меѓу доминантните школи, продолжува процесот на нивно приближување и градење стандардни знаења за економскиот живот (стандардна економска наука). Притоа, значителен придонес даваат одредените синтети, иако тие по својата природа тешко можат да се сметаат за засебни школи на економската мисла. Ако ја анализираме историјата на економската мисла, посебно онаа од XX век, можеме да забележиме одредена цикличност во настанувањето на школите на економската мисла и градењето на профилот на стандардната економска наука во одредено време. Кај одделните школи на економската мисла се истакнуваат неколку фази: фаза на настанување; фаза на нејзин развој; фаза на стагнација, криза и заостанување и фаза на преобразување во друга

<sup>55</sup> Автор на оваа синтеза е американскиот економист Пол Семјуелсон. Таа претставувала обид за синтеза помеѓу неокласичната школа (посебно во нејзината маршалијанска варијанта) и кејнзијанизмот (државната регулација). (поопширно кај Snowdon, and Vane, 2005, стр. 21 – 24; Стојков, 2008, стр. 533 -543; Фити, 2001, стр. 82 – 87); Трпески, 2005, стр. 37 -41).

<sup>56</sup> Автори на моделот се Џ. Хикс и А. Хансен. Овој модел на одреден начин ги поврзува кејнзијанизмот и монетаризмот и покажува за каква политика се залагаат кејнзијанците и монетаристите (поопширно кај Jakšič, 1999, стр. 432 – 455; Snowdon, Vane and Wynarczyk, 1994, стр. 90 – 100; Трпески, 2005, стр. 26 -36).

<sup>57</sup> Автор на моделот е шведскиот економист Алекс Леијонхуфвуд, а името на моделот потекнува од крстот во шведското знаме. (поопширно кај Jakšič, 1999, стр. 569).

<sup>58</sup> Синтеза помеѓу економијата и социологијата. Негови елементи се сретнуваат кај неонституционализмот, новата институционална економија, неомарксизмот и сл.

<sup>59</sup> Нејзини автори се Р. Фогел, американски економист и добитник на Нобеловата награда, и Г. Елтон, англиски историчар. Клиометријата претставува примена на економетриски техники во изучувањето на економската историја.

<sup>60</sup> Користење на методите на квантитативната економска анализа (математичко статистички методи, математичко програмирање, економетрија, кибернетика и др.).

школа на економската мисла која ќе го толкува економскиот живот и ќе нуди решенија (економска политика) за настанатите проблеми. Според тоа, јадрото на стандардната економска наука не е трајно, туку се менува низ текот на времето.

Теориските концепции на економската политика кои беа претставени досега можеме да ги поделиме во две групи. Првата група ја претставуваат школите од кејнзијанската струја – кејнзијанци и нови кејнзијанци. Втората група ја претставуваат школите од неокласичната (неолиберална) струја – монетаристи, нови класичари, економија на понудата, теоријата на реалните бизнис-циклуси и теоријата на јавниот избор.

Имајќи предвид дека двете групи на теоретски концепции се во голема мера спротивставени, се поставува прашањето дали постои можност за нивна синтеза во единствен концепт на економска политика. Досегашните обиди за синтеза не успеаја да ги помират двете традиции, така што останува отворено прашањето за нивна синтеза – која е неопходна на полето на економската политика. По ова прашање се можни два пристапи (Fabris, 2002, стр. 279 – 289). *Првиот концепт* претпоставува можност за синтеза на алтернативните теориски концепции на економската политика (синтетички пристап). Во овој пристап се настојува да се доближат ставовите и погледите на двата доминантни макроекономски табори (или помеѓу повеќе економски концепции) и да се дојде до компромисно решение – синтеза по која би се воделе креаторите на економската политика во справувањето со економските флукуации и нестабилности (види поопширно кај Фити, 2009, стр. 236-240; Стојков, 2008, стр. 549-554). Од причина што таква синтеза е многу тешко да се направи (анализата би се однесувала на домените на приближување на одделните концепции), а од друга страна, креираната синтеза би била применлива доминантно во теоретски рамки и за теориска анализа (имајќи ги предвид бројните макроекономски ситуации во кои може да се најдат различни економии, или една економија во различни периоди), во дисертацијата нашиот фокус го насочуваме кон вториот концепт на синтеза на полето на економската политика. *Вториот концепт* претпоставува примена на различните концепции на економската политика во зависност од исполнетоста на определени економски предуслови, односно во зависност од конкретната макроекономска ситуација и карактеристиките на економијата, со цел да се направи избор на оптимална макроекономска теорија и политика во дадена ситуација (ситуационен пристап).

### ***1.6.2. Избор на оптимална макроекономска концепција и политика (ситуационен пристап)***

Според овој пристап се претпоставува примена на различните концепции на економската политика во зависност од исполнетоста на определени предуслови (конкретното економско



окожување), односно секоја земја се набљудува како посебен случај. Во зависност од исполнетите предуслови, креаторите на економската политика избираат концепт кој најмногу одговара на нивната ситуација. Ова не значи трајно ориентирање кон еден концепт, туку во зависност од промената на условите (експанзија придружена со инфлација, појава на рецесија или криза придружена со пораст на невработеноста и пад на производството, зголемена задолженост поврзана со непресметлива влада, намалена доверба во економијата, рационално/нерационално однесување на економските агенти итн.) можно е во иста земја во еден момент да одговара, на пример кејнзијански пристап, а во некој друг момент повеќе да одговара монетаристички пристап. Имајќи предвид дека елементите на економското окожување во една земја може да бидат многубројни, тешко е истите да се вклучат во еден теоретски модел без притоа да добијат комплексни и комплицирани заклучоци. За таа цел е формулиран еден упростен/едноставен модел кој преку четири варијабли.<sup>61</sup> карактерот на пазарниот систем, клучниот проблем, компетентноста на владата, очекувањата на поединците и нивното вкрстување, сугерира избор на одредена теориска концепција на економската политика.<sup>62</sup> Првата набљудувана варијабла – карактерот на пазарниот систем се однесува на три ситуации: пазарниот систем не се самоурамнотежува, се самоурамнотежува на краток рок и се самоурамнотежува моментално. Кај очекувањата ќе набљудуваме две ситуации: ситуација во која поединците имаат рационални очекувања<sup>63</sup> и ситуација во која имаат адаптивни очекувања.<sup>64</sup> Кога е во прашање владата, можни се две ситуации – владата е компетентна или не е компетентна. И кај последната набљудувана варијабла – клучен проблем – земени се предвид две ситуации: една во која како клучен проблем се јавува невработеноста и друга во која справувањето со инфлација претставува клучен проблем.

**Табела 1.1 – Алтернативи во ситуациониот модел на економска политика**

	<i>се самоурамнотежува во краток рок</i>	<i>моментално се самоурамнотежува</i>	<i>не се самоурамнотежува</i>	
<b>Компетентна влада</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>инфлација</b>
<b>Некомпетентна влада</b>	<b>Г</b>	<b>Д</b>	<b>Ѓ</b>	<b>невработеност</b>
	<b>Рационални очекувања</b>	<b>Рационални очекувања</b>	<b>Рационални очекувања</b>	
	<i>се самоурамнотежува</i>	<i>моментално се самоурамнотежува</i>	<i>не се самоурамнотежува</i>	

<sup>61</sup> Доколку се вклучат поголем број варијабли, се усложнува моделот и станува потешко донесувањето заклучоци.

<sup>62</sup> Сличен модел кој тргнува од две варијабли, карактерот на пазарниот систем и компетентноста на владата, користи А. Blinder во т.н. Блиндерова матрица (Jakšič, 1999, стр. 570). Проширен модел, кој ги вклучува и очекувањата, се сретнува кај Fabris (2002, стр. 281).

<sup>63</sup> Се мисли на благата варијанта на рационалните очекувања.

<sup>64</sup> Не се поклопуваат во целост со монетаристичкиот модел – поединците, користејќи го своето знаење, искуство и расположливи информации, ги формираат своите очекувања кои не мора да бидат точни и не се ограничени од максималната вредност на антиципираните варијабли од минатото.

	<i>во краток рок</i>			
<i>Компетентна влада</i>	<i>Е</i>	<i>Ж</i>	<i>З</i>	<i>невработеност</i>
<i>Некомпетентна влада</i>	<i>С</i>	<i>И</i>	<i>Ј</i>	<i>инфлација</i>
	<i>Адаптивни очекувања</i>	<i>Адаптивни очекувања</i>	<i>Адаптивни очекувања</i>	
	<i>се самоурамнотежува во краток рок</i>	<i>моментално се самоурамнотежува</i>	<i>не се самоурамнотежува</i>	
<i>Компетентна влада</i>	<i>К</i>	<i>Л</i>	<i>Љ</i>	<i>невработеност</i>
<i>Некомпетентна влада</i>	<i>М</i>	<i>Н</i>	<i>Њ</i>	<i>инфлација</i>
	<i>Рационални очекувања</i>	<i>Рационални очекувања</i>	<i>Рационални очекувања</i>	
	<i>се самоурамнотежува во краток рок</i>	<i>моментално се самоурамнотежува</i>	<i>не се самоурамнотежува</i>	
<i>Компетентна влада</i>	<i>О</i>	<i>П</i>	<i>Р</i>	<i>инфлација</i>
<i>Некомпетентна влада</i>	<i>С</i>	<i>Т</i>	<i>Ќ</i>	<i>невработеност</i>
	<i>Адаптивни очекувања</i>	<i>Адаптивни очекувања</i>	<i>Адаптивни очекувања</i>	

Во моделот се прикажани 24 можни ситуации. Секоја од ситуациите претставува комбинација од предуслови во определена економија и основа за спроведување одредена концепција на економска политика. Само четири ситуации потполно одговараат на претпоставките на одредени школи. Типично кејнзијанска ситуација (З) постои во услови кога пазарниот систем не се самоурамнотежува, кога клучен проблем претставува невработеноста, кога постојат адаптивни очекувања и компетентна влада. Монетаристичка ситуација (С) постои во услови кога пазарот се самоурамнотежува на краток рок, клучен проблем е справувањето со инфлацијата, постојат адаптивни очекувања и некомпетентна влада. Ситуација која најмногу одговара на новата класична макроекономија (Н) ја карактеризираат рационални очекувања, некомпетентна влада, моментално урамнотежување на пазарите и клучен проблем е справувањето со инфлацијата. Новокејнзијанската ситуација (Љ) ја карактеризираат рационални очекувања, пазарот не претставува самоурамнотежувачки механизам, компетентната влада и невработеноста сè уште претставува клучен проблем.

За ситуациите В, Г, Д, Ѓ, Е, Ж, Ј, Л, Њ, Р, С, Т и Ќ може да се каже дека се неодредени, затоа што не постои школа на економската мисла што ќе понуди решение за водење економска политика во дадените ситуации.<sup>65</sup> Ова не ја исклучува можноста во овие ситуации економската политика да биде фундирана на комбинација од економски концепции, кои најдобро би ги

<sup>65</sup> Поради ограниченоста со простор нема да навлегуваме во анализа на тоа зошто овие ситуации е тешко да се појават во практика и зошто ниедна школа не дава соодветно толкување за нив.

толкувале овие ситуации и би нуделе соодветни мерки и решенија за проблемите и ограничувањата што се појавуваат.

Преостанатите седум ситуации не се „чисти“, поради тоа што тие претставуваат микс од повеќе теоретски концепции и водењето на економската политика треба да биде заснована на комбинација од соодветните концепции.

Во ситуацијата А, пазарната рамнотежа се воспоставува во согласност со претпоставките на монетаристичката школа. Клучниот проблем е во компатибилноста и со монетаризмот и со новата класична макроекономија; очекувањата одговараат на претпоставките на новата класична макроекономија; компетентноста на владата одговара на кејнзијанските претпоставки, меѓутоа е компатибилна и со моделите на монетаристите и на новите класичари. Претпоставката дека пазарната рамнотежа не се воспоставува моментално и автоматски во голема мера ги нарушува постулатите на новата класична макроекономија и, според тоа, сепак, во оваа ситуација најадекватен би бил монетаристичкиот пристап.

Во ситуацијата Б, три варијабли потполно одговараат на постулатите на новата класична макроекономија, додека четвртата (компетентноста на владата) не се коси со основните постулати на овој правец. Според тоа, во оваа ситуација најмногу би одговарала економска политика заснована на новата класична макроекономија.

Во ситуациите И и П постои дилема дали поадекватен е монетаристичкиот или новокласичарскиот пристап. Компетентноста на владата не е спротивна на основните постулати на овие правци; клучниот проблем (инфлација) исто така е компатибилен со двата пристапа (иако поблизок до монетаризмот); останува дилемата дали пристапот да биде одреден врз основа на урамнотежувањето на пазарот или врз основа на очекувањата. Меѓутоа, имајќи предвид дека адаптивните очекувања дозволуваат економската политика да може да има реални ефекти, примат треба да му се даде на монетаризмот.

Во ситуацијата К, речиси сите варијабли (очекувањата, клучниот проблем и компетентноста на владата) одговараат на пристапот на новите кејнзијанци, меѓутоа пазарната рамнотежа се воспоставува во согласност со претпоставките на монетаристичката школа. Според новите кејнзијанци – ригидноста на платите и цените, асиметричните информации, несовршената конкуренција и др. предизвикуваат бавно урамнотежување на пазарите. Ако претпоставиме помека варијанта на овој став, според која и покрај честите шокови и флукуациите на производството и вработеноста, пазарите се урамнотежуваат релативно брзо, тогаш во оваа ситуација најадекватен би бил пристапот на новите кејнзијанци.

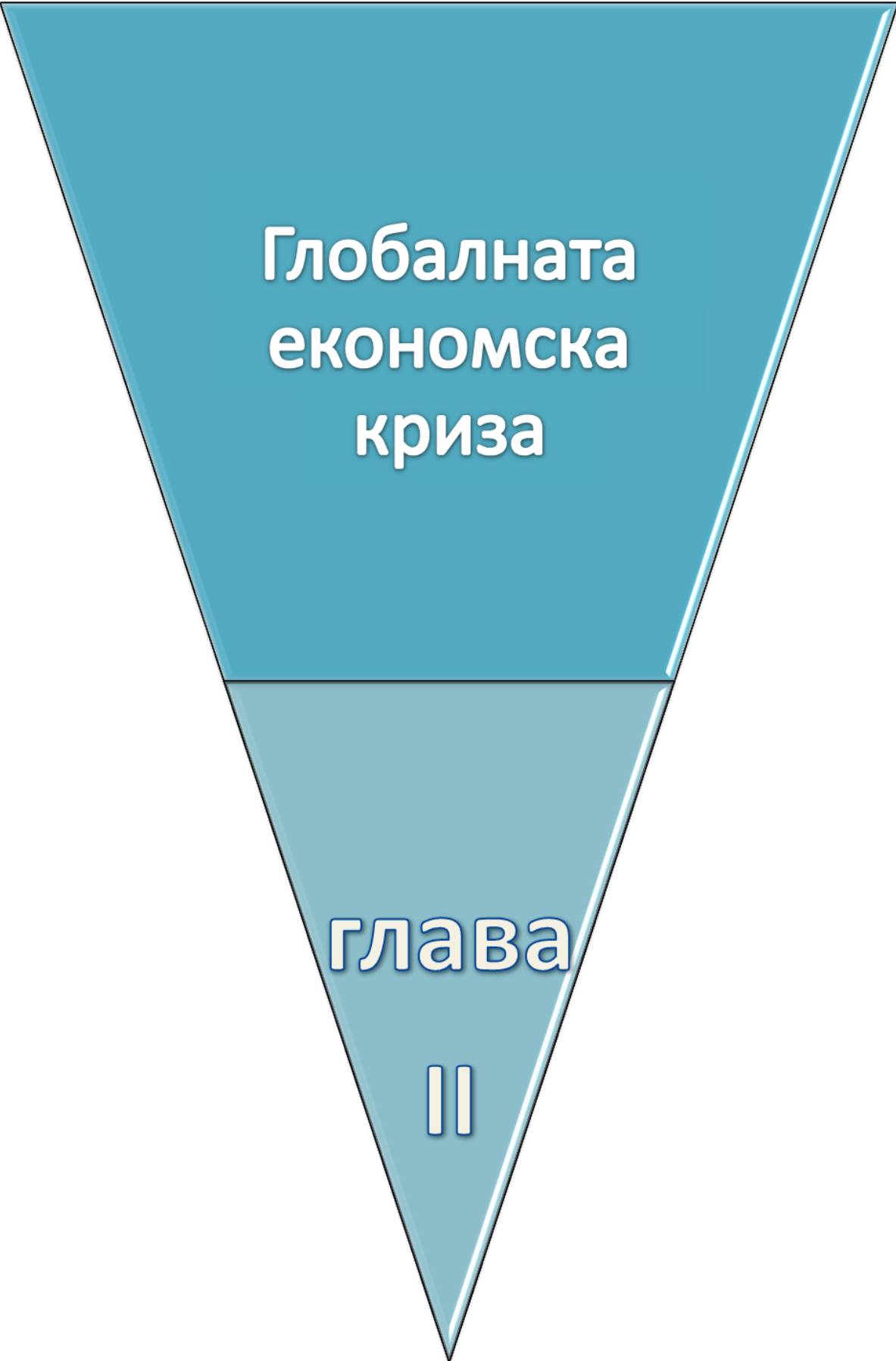
Во ситуацијата М веројатно најмногу би одговарал монетаристичкиот пристап, затоа што три варијабли потполно се во согласност со основните постулати на овој правец

(компетентноста на владата, клучниот проблем и пазарната рамнотежа), а и третата варијабла (меката варијанта на рационалните очекувања) би можела да се инкорпорира во овој модел.

Ситуацијата О ги задоволува сите основни постулати на монетаризмот (клучниот проблем, пазарната рамнотежа и очекувањата), освен тоа што тргнува од претпоставката за компетентна влада, но таа претпоставка не е ограничувачки фактор за примена на монетаристичката доктрина.

Моделот потенцира две посебно важни работи. Прво, една економија не мора трајно да се ориентира кон еден концепт, туку во зависност од промената на условите, можно е во иста земја во еден момент да одговара, на пример кејнзијански пристап, а во некој друг момент повеќе да одговара монетаристички пристап. Ова покажува дека при водењето на економската политика, посебно во услови на криза, треба да се респектира посебната ситуација во која се наоѓа секоја поединечна економија и да се внимава со спроведувањето и наметнувањето мерки кои би се применувале во голем број земји. Второ, моделот покажува дека најголем дел од ситуациите не можат да бидат разрешени со економски мерки засновани на една макроекономска концепција, туку економската политика треба да биде базирана на смеса од економски концепции, кои најдобро би ги толкувале овие ситуации и би нуделе соодветни мерки и решенија, односно најчесто, за да се спроведува ефикасна економска политика, неизбежна е синтеза во економските политики.

Овој модел, покрај тоа што може да биде од исклучителна помош при избор на конкретниот модел на економска политика, се соочува и со одредени ограничувања: прво, тешко е да се одреди точната ситуација и позицијата на економијата во покажаната табела (компетентноста на владата, какви очекувања имаат поединците и др.), па според тоа, моделот претставува повеќе теоретска апроксимација, отколку што е применлив во практиката; второ, во анализата се вклучени само четири школи на економската политика, бидејќи ако ги имаме предвид врските и односите помеѓу одделните школи/економски политики, нивното вклучување ќе ги направи резултатите многу покомплексни и нејасни; трето, во моделот се набљудуваат само четири варијабли, што од една страна ја намалува неговата сложеност, меѓутоа остануваат невклучени голем број варијабли по кои одредени концепции на економската политика се приближуваат или конфронтираат. На крајот, да потенцираме дека целта на овој модел не е да биде сеопфатен, односно да ги вклучи сите карактеристики на дадена економија и најголем дел од макроекономските концепции. Неговата цел е да даде насока на кој начин треба да се користат/комбинираат погледите на различните макроекономски концепции во изборот на теоретските фундаменти на економската политики, во различни економски окружувања и ситуации.



Глобалната  
економска  
криза

глава

II

*„Јас можам да го пресметам  
движењето на небеските тела, меѓутоа  
не можам лудилото на луѓето“.*

*Исак Њутн*

*„Во лавина ниедна снегулка не се  
чувствува одговорна за нејзиното  
предизвикување“.*

*Волтер*

## Глава II

### Глобалната економска криза

#### 2.1. Економските кризи

##### 2.1.1. Анализа на економските кризи

Адам Смит, во 1776 година, со објавувањето на своето епохално дело „Богатството на народите“, ги постави темелите на економската наука. Меѓутоа, уште од создавањето на капиталистичкиот систем, рецесиите, депресиите и економските флукуации биле дел од економската стварност и интерес. Така, Маркс тврдеше дека економските кризи се во природата на развојот на капиталистичкиот систем; Шумпетер дека економските циклуси се детерминирани од иновациите и дека постојат Кичинови циклуси (во траење од три години), Жуглерови (од 8 до 11 години) и Кондратиеви бранови (од 40 до 60 години); а тука треба да се спомнат и теоријата на австриската школа за деловните циклуси (Мизес), психолошката школа на циклусите (Пигу), теоријата на недоволна потрошувачка (Хобсон), теоријата на сончеви дамки (Мур), теоријата на реалните бизнис-циклуси (Кидланд и Прескот), кејнзијанската теорија на економските циклуси, синтезите на теориите за економските циклуси и др.<sup>66</sup>

Кризата е многу важен концепт за економската наука, како во анализата на економската теорија и политика, така и кога се анализираат конкретни ситуации и индикатори од економската стварност. Во економска смисла, кризата значи драматична промена на цените, значајно намалување на производството, зголемување на невработеноста, сигнификантно намалување на доходот, значајно намалување на вредноста на реалните и финансиските средства (хартиите од вредност, недвижностите итн.). Во анализата на кризата (економската криза) од исклучителна

---

<sup>66</sup> Поради ограничениот простор и настојувањето да го задржиме фокусот на дисертацијата, тука не навлегуваме во детално објаснување на посебните теории за економските циклуси (доминантните теории беа анализирани во првата глава).

важност е структурната промена (промени во економската теорија и политика)<sup>67</sup>, како една од главните последици од настанатата криза – по настанувањето на кризата, доколку не се донесат одлуки и не се преземат мерки за структурни промени во системот, многу е голема веројатноста дека таквата криза може да се повтори. Според тоа, влегуваме во еден континуиран и постојан процес, кризите водат до нови теории, кои понатаму влијаат на економската политика и практика и креираат нова констелација на односи и нови економски структури (Azar, Kamran, Massoud, 2008).

Економската криза (имајќи ја предвид глобалната економска криза) вообичаено се состои од две компоненти: финансиска криза и реална економска криза. Финансиската криза е детерминирана од кризата во функционирањето на финансискиот систем и се манифестира со огромни монетарни загуби, рушење на финансиските институции, губење на довербата во системот и намалување на финансиската понуда. Недостигот од финансиска поддршка доведува до тоа голем број проекти од страна на компаниите да бидат откажани/одложени, а голем број работници – отпуштени. Во исто време, ударот на приватните заштеди на пазарите на капитал и намалувањето на сигурноста на работното место предизвикуваат пад на потрошувачката на добра и услуги. Според тоа, економската криза е креирана и таа се огледува во остар пад на потрошувачката и производството, зголемен број банкротски кај бизнисите, намалување на доходот, намалување на даночните приходи, остро зголемување на невработеноста, зголемување на сиромаштијата итн. (Even, Feldman, 2009). Доколку рецесијата започне во исто време со финансиската криза или, пак, непосредно по започнувањето на финансиската криза, зборуваме за рецесија придружена со финансиска криза (економска криза). Резултатите од анализата направена од ММФ за рецесиите предизвикани од финансиски колапси и други фактори покажуваат дека економските кризи (рецесиите) придружени со финансиски кризи траат многу подолго, се невообичаено остри, а заздравувањето трае подолг период и е типично бавно во споредба со кризите предизвикани од други фактори. Историски анализирано, во текот на закрепнувањето, приватната побарувачка, кредитниот раст и цените на средствата се посебно слаби, додека најчесто во такви случаи нето-извозот бил локомотива за заздравување на економијата (IMF, 2009, стр. 112).

Глобалните кризи (рецесии) се дефинираат како состојба кога десет или повеќе (од вкупно 25 високоразвиени земји) земји се во рецесија во исто време. Покрај денешната глобална економска криза се појавуваат уште три епизоди на глобални кризи во периодот по Втората светска војна: 1975, 1980 и 1992 г. Глобалните економски кризи од една страна траат подолго (за

---

<sup>67</sup> Анализа на односот и поврзаноста помеѓу економската теорија, политика и практика беше направена во првата точка од Глава I.

45%) и се подлабоки споредено со локалните кризи, а од друга страна закрепнувањето од нив е многу побавно во споредба со локалните кризи (одзема 50% повеќе време) (IMF, 2009, стр. 111 – 113).

За да се разбере феноменологијата на економските кризи (економските циклуси), треба да се води сметка дека тие денес се придружени со многубројни шокови од различна природа: шокови од рестриктивна фискална и монетарна политика, нафтени шокови (шокови од драстичен пораст на цените на храната), шокови од промена на екстерната побарувачка и финансиски кризи. Меѓутоа, ако се исклучат шоките кои доаѓаат од финансиските кризи, кои се почеста заедничка карактеристика на повоените економски циклуси, другите видови шокови се помалку репрезентативни, т.е. повеќе доаѓаат до израз кај одделни групи земји (Фити, 2009, стр. 54 – 58).

Постојат многу потенцијални извори на економските кризи и многу може да се направи за да се намали ризикот од нивно појавување/повторување во иднина. Меѓутоа, ниските стапки на инфлација, стабилните владини политики и институционалната околина која охрабрува значајно диверзифицирање на ризикот можат да имаат фундаментална улога во намалувањето на ризикот од појава на економски кризи во иднина (Feldstein, 1991).

### ***2.1.2. Видови економски кризи***

Имајќи предвид дека подоцна (во рамките во оваа глава и во наредната глава) ги анализираме причините, последиците, клучните политики во услови на денешната економска криза и посебно местото на оваа економска криза во пошироката анализа на економските кризи, од есенцијална важност е на едно место да ги дефинираме варијантите на економски кризи кои можат да ја погодат една економија.<sup>68</sup> Од енормно обемната литература која на голем број начини ги класифицира и дефинира кризите (посебно финансиските), во оваа глава од трудот решивме предност да ѝ дадеме на поделбата направена од Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, во нивната добропозната книга „This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly“ објавена 2009 година. Книгата не само што ги анализира видовите економски кризи кои ќе бидат дефинирани, туку прави нивна анализа и создава база за видовите економски кризи во период од осум векови, која е од непроценлива важност (Reinhart and Rogoff, 2009; Reinhart and Rogoff, 2008).

Во оваа глава од трудот накратко ќе ги дефинираме видовите економски кризи кои се сретнуваат во економската историја: инфлациските кризи, валутните колапси, шпекулативните

---

<sup>68</sup> Една економија, исто така, во исто време може да биде погодена од серија економски шокови (кризи), меѓутоа со цел да ја поедноставиме дискусијата, нема посебно да го елаборираме овој аспект.



меури, банкарските кризи и должничките кризи – домашни и странски (Reinhart and Rogoff, 2009, стр. 3 – 15).

**Инфлациски кризи** – Почнуваме со дефинирањето на инфлациската криза поради нејзината универзалност, нејзиното значење низ економската историја и релативната едноставност при нејзиното идентификување. Не постои земја во развој во историјата која успеала успешно да менаџира и да ги избегне нападите и последиците од високата инфлација. Многу инфлациски кризи (волшебни кругови на инфлацијата) можат да бидат опишани како хронични кризи кои траат повеќе години, на почетокот може да бидат занемарени, а понекогаш иницирани од страна на креаторите на политиките пред да експлодираат и да доведат до криза. Постојат голем број студии за прагот (постои широк консензус за периодот по Втората светска војна) од кој покачувањето на општото ниво на цени ја загрозува макроекономската околина во една економија и може да се смета дека инфлациска криза постои кога инфлацијата изнесува 40% и повеќе (дванаесетмесечна инфлација)<sup>69</sup>. Се разбира, постојат и мислења и дискусии дека и нивото од 10% може да има негативни ефекти врз економските движења, меѓутоа сè уште не постојат доволно уверливи анализи (теоретски и емпириски) за трошоците од одржливо скромно ниво на инфлација. Во раните периоди (посебно пред Првата светска војна и периодите пред појавата на книжните пари) стапките на инфлација биле многу ниски (0,71% за 1800 – 1913, додека 5% за 1914 – 2006), така што многу пониски стапки на инфлација можат да ја шокираат економијата и да предизвикаат инфлациска криза (види поопширно Barro, 1995; Brunol'a, and Easterly, 1997).

**Валутна криза** – Валутната криза може да се дефинира како шпекулативен напад на вредноста на валутата на меѓународниот пазар (девизниот курс) што може да резултира во остра депрецијација на валутата или може да ги присили државите да ги бранат своите валути со продавање девизни резерви или да ги покачат каматните стапки. За економија со фиксен девизен курс, вообичаено, за валутна криза се смета ситуацијата во која економијата е под притисок да се откаже од фиксниот девизен курс. При успешните валутни кризи, валутите остро депрецираат, додека при неуспешни напади на валутата, девизниот курс може да остане непроменет, меѓутоа по цена на потрошени девизни резерви или зголемени каматни стапки во домашната економија. Драматични епизоди на валутни кризи претставуваат распадот на Бретон-Вудскиот систем во 1971-1973, кризата на британската фунта во 1976, распадот на Европскиот ЕРМ во 1992-1993, Латиноамериканската текила-криза 1994-1995, Азиската финансиска криза 1997-1998 и Глобалната финансиска и економска криза 2008-2009, која доведе до остри депрецијации во многу развиени и економии во развој (Glick and Hutchison, 2011).

---

<sup>69</sup> Во поновата литература за хиперинфлација е прифатено нивото од 40% на месечно ниво.

**Шпекулативни меури** – Тие се изразуваат како скок во вредноста на средствата во рамките на одредена индустрија, стока или класа на имот (хартии од вредност, недвижности итн.). Шпекулативните меури обично се предизвикани од претерани очекувања за зголемување на растот во иднина, апрецијација на цените или други настани кои можат да предизвикаат зголемување на вредноста на средствата. Ова влијае на зголемување на обемот на размена и, како што повеќе инвеститори се собираат околу зголемените очекувања, купувачите бројно ги надминуваат продавачите, со тоа туркајќи ги цените над вредноста која би се добила со објективна анализа. Циклусот на шпекулативниот меур не е завршен сè додека цените не се вратат на нормалното ниво, а ова обично подразбира период во кој цените остро паѓаат надолу и најголемиот број инвеститори паничат и ги продаваат своите инвестиции. Иако овие шпекулативни меури имаат сопствени фактори и варијабли кои ги водат, најголемиот дел од нив, покрај од фундаменталните фактори, се водени и од психолошките нагони (White, 2006). Шпекулативните меури станаа секојдневие, а најсвеж пример е последната финансиска криза во САД и меурот на пазарот на недвижности.

**Банкарски кризи** - Овие кризи означуваат пропаѓање на клучни банкарски и финансиски институции, кои најчесто предизвикуваат банкарска паника, губење на довербата во банкарскиот сектор, пад на општата ликвидност во економијата, што создава големи проблеми во нормалното функционирање како на финансискиот, така и на корпоративниот сектор и на целата економија. Овие кризи не се одлика само на поновата историја или на посебни земји – скоро да нема земја која немала искуство со таква криза, а некои земји имале и повеќекратни банкарски кризи. Искуството покажува дека на банкарските кризи им претходат долги продолжени периоди на висок кредитен раст, често придружен со големи дебаланси во билансите на приватниот сектор (неусогласеност на роковите за исплата на обврските и наплата на побарувањата, девизен ризик, други организациски проблеми) или пропаѓање на бизниси, кои на крајот се пренесуваат како кредитен ризик за банкарскиот сектор (Laeven and Valencia, 2010).

Вообичаено банкарските кризи се јавуваат во две варијанти (Reinhart and Rogoff, 2009, стр. 10): банкарски паники кои водат кон затворање, спојување или преземање од страна на јавниот сектор или други финансиски институции (Венецуела во 1993 или Аргентина во 2001) и бранови на банкарски неуспеси кои водат кон затворање, преземање, скапи владини пакети за поддршка на клучните финансиски институции, што понатаму означува почеток на низа од слични исходи и за други финансиски институции.

**Должнички кризи** – Тука ќе се осврнеме накратко на надворешните должнички кризи кои се добропознати и често анализирани во академската литература и домашните должнички кризи кои многу поретко се среќаваат во економската анализа и дискусија. *Надворешните должнички*

*кризи* подразбираат неможност за плаќање на обврските по надворешниот долг од страна на државата, односно неплаќање на обврските кон странските кредитори, обично деноминирани во странска валута и вообичаено поседувани од странски кредитори (рекордот за надворешен долг во износ од 95 милијарди долари го држеше Аргентина во 2001 г.). Должничките кризи обично се поврзани со фискалните политики на државите и настануваат од прекумерно трошење или прекумерно задолжување (поопширно види кај Sturzenegger and Zettelmeyer, 2006). Должничките кризи можат да бидат иницијатор на поголеми финансиски кризи на регионално, глобално ниво (денес, таков е примерот со должничката криза во Грција и притисокот на останатите земји во еврозоната), исто така, тие може да бидат последица на други кризни ситуации, имајќи предвид дека фискалната политика обично служи како амортизер за економските шокови што ја потресуваат една економија (најсвеж пример претставуваат денешните високи нивоа на задолженост на голем број развиени и земји во развој како последица на Глобалната финансиска/економска криза). Рајнхарт и Рогоф детектираат пет глобални должнички кризи во економската историја од 1800 година до денес (види поопширно Reinhart and Rogoff, 2008). *Домашните должнички кризи* подразбираат неможност за подмирување на домашниот јавен долг издаден од страна на државата, кој во најголем број случаи е деноминиран во локална валута и главно поседуван од резиденти. Ретки се анализите и дискусиите за домашните должнички кризи, што не значи дека нивното значење е мало и дека ретко се случуваат (Мексико во 1994-1995, Аргентина во три наврати од 1980 до денес, должничките кризи во големата депресија во 1930 итн.). Вообичаено, овие должнички кризи не вклучуваат моќни меѓународни кредитори и поретко поминуваат во регионални и глобални, поради што ваквите епизоди и истражувањата за нив многу ретко се сретнуваат во академската литература (Reinhart and Rogoff, 2008).

### ***2.1.3. Осврт на најважните економски кризи во XX и XXI век***

Постои обемна литература која ги анализира економските кризи низ историјата, како и обемна литература која се обидува да ги детектира како глобалните така и регионалните економски кризи во текот на подолг временски период. Barro и Ursúa се обидуваат, во своето истражување кое опфаќа долги временски серии од 1870 г. за БДП (35 земји) и потрошувачката (22 земји), да ги изолираат епизодите на глобални економски кризи, дефинирани како кумулативен пад на БДП и потрошувачката за најмалку 10%. Според нивното истражување, главните светски економски кризи рангирани според важноста се: Втората светска војна, Првата светска војна и Големата депресија од 1930 г., раните 1920-ти години (најверојатно, како реакција на епидемијата на грип 1918-1920 г.) и настаните по Втората светска војна, како што се Латиноамериканската должничка криза и Азиската финансиска криза. Тие откриле 87 кризи на

потрошувачката и 148 кризи на БДП, со просечно времетраење од 3,5 години (види поопширно Barro and Ursúa, 2008).

Рајнхарт и Рајнхарт (2010) го истражуваат однесувањето на БДП, невработеноста, инфлацијата, кредитите, цените на недвижностите во рамка од 21 година, пред и по селектираните глобални и регионални шокови/кризи. Иако доказите за загубените децении, како кај Големата депресија од 1930 г., Латиноамериканската криза во 1980-тите и Јапонската криза се присутни насекаде, од истражувањето се гледа дека растот на БДП и цените на недвижностите се значајно пониски, а невработеноста повисока во периодот од 10 години кој следува по кризата, споредено со деценијата што ѝ претходи. Инфлацијата е ниска по 1929 година и во најголем дел од анализираните кризи, меѓутоа значајно висока по нафтените шокови. Исто така, постојат емпириски докази дека деценијата на просперитет која им претходи на кризите е значајно поттикнувана од кредитната експанзија и од растот на леверицитот кој се простира низ цела деценија; тој период е следен од долг период на ограничување кое најчесто започнува по кризата и трае скоро толку долго колку што траел кредитниот бран (Reinhart and Reinhart, 2010). Рајнхарт и Рогоф (2009), во своето истражување на видовите економски кризи во период од осум века, најпрвин ги детектираат различните видови кризи, а потоа прават детална анализа на факторите и на економските варијабли кои се релевантни за глобалните и посебните економски кризи. Имајќи го предвид претходно кажаното, обемот на оваа проблематика и неисцрпната литература што ја анализира оваа проблематика, од една страна, и ограничениот простор за анализа на оваа проблематика во дисертацијата, ние во оваа глава ќе се обидеме да дадеме краток осврт на Големата депресија од 1930 г.<sup>70</sup> како неприкосновен фаворит за глобална економска криза (рака под рака со денешната глобална економска криза), додека останатите најважни глобални и локални економски кризи во светската економска историја ќе бидат кратко анализирани.

### ***2.1.3.1. Големата депресија***

Да се разбере големата депресија претставува потрага по „светиот грал“ во макроекономијата. Не само што Големата депресија го иницираше раѓањето на макроекономијата како посебно поле на анализа, туку искуството од 1930-тите продолжува да влијае на макроекономските верувања, на креирањето политики и истражувачки агенди. Од друга страна, наоѓањето објаснување за глобалниот економски колапс во 1930-тите сè уште останува фасцинантен интелектуален предизвик (Bernanke, 1995).

---

<sup>70</sup> Скоро секое истражување за историјата на економските кризи ја потенцира Големата депресија од 1930 г. како неприкосновен фаворит за глобална економска криза.

### **2.1.3.1.1. Причини за Големата депресија**

Крахот на американската берза во октомври 1929 година, според најголемиот број автори, го најави почетокот на најголемата економска криза во историјата, меѓутоа не е јасно дали тој (иако најочигледен показател) крах беше главната причина за Депресијата. Најголемиот број автори кои ја анализираат Големата депресија тврдат дека има нешто повеќе од тоа, дека причините сепак се покомплексни. Треба да се има предвид дека на крахот на американската берза ѝ претходеше еден долг и силен бум кој започна во 1921 и траеше до 1929 г. (цените на акциите растеле за 18% на годишна основа, додека по крахот нивната вредност во 1932 г. била само 30% од вредноста во 1929 г.). По овој период на доверба во економскиот раст и профитот следува прскање на „балонот“ и губење на довербата во економскиот просперитет кај најголем дел од населението.

Важен фактор на економскиот полет од 1929 г. претставува брзиот раст и развој на новите индустриски гранки, иницирани од значајниот технолошки напредок (автомобилската индустрија која го поттикнува растот во поврзаните сектори – нафтената индустрија, изградбата на автопатишта, ширење на градовите итн.). Тука треба да се укаже и на растот во градежништвото (посебно изградбата на резиденцијални објекти) во периодот 1920 -1923 и падот на градежништвото во периодот 1926-1929, што исто така влијае на појавата и продлабочувањето на депресијата.

Од надворешните фактори кои имаат дополнителна улога во заострувањето на кризата се: депресијата во Германија (која почнала пред депресијата во САД) и депресијата во земјите примарни производители (Praščević, 2009).

Бернанке (2004) потенцира дека златниот стандард е значајна причина за долготрајноста и суровоста на последиците од Големата депресија врз погодените земји и дека по Првата светска војна тој станува фактор на нестабилност од две причини: прво, земјите по војната излегоа економски ослабени со големи буџетски дефицити кои генерираа инфлаторни притисоци и нарушен кредибилитет во финансискиот систем; второ, слабото менаџирање на системот на златниот стандард од страна на ФЕД и поврзаноста на националните парични единици за златото, поради што во екот на Големата депресија станаа мета на шпекулативни напади.<sup>71</sup>

Најголем број економисти кои ги анализираат главните причини за појавата на Големата депресија (Фридман, Кругман, Галбрајт) во прв план ги посочуваат рестриктивната монетарна политика што ја водеше ФЕД (во периодот 1929 – 1932 г. понудата на пари се намали за една третина) како реакција на силната експанзија на економската активност на берзата во 1920 г. (Snowdon, Vane and Wynarczyk ,1994, стр. 5-9; Фити, 2009, стр. 39-44). Исто така, како најзначаен

---

<sup>71</sup> Постоењето на златниот стандард помага да се објасни зошто светската економија опаѓаше истовремено и силно во меѓународни рамки и како земјите поради фиксните курсеви помеѓу паричните единици беа принудувани да водат слична монетарна политика.

фактор за продлабочувањето на кризата е банкарската паника и банкротството на повеќе од 9 000 банки.

#### ***2.1.3.1.2. Монетарната политика во Големата депресија***

Најголем дел од економистите се согласуваат дека монетарната политика на САД, која преку банкарската паника се проширила низ целата економија, била клучен фактор за отпочнување на кризата. ФЕД, како одговор на експанзијата во 1926 г., извршиле монетарна контракција во почетокот на 1928 г. која влијаела на растот на каматните стапки, што понатаму претходело на економската контракција во САД која отпочнала во 1929 г. Рецесијата од 1929 г. се претворила во депресија по банкарската паника, предизвикана поради неадекватната и недоволно агресивната монетарна политика која не успеала да го запре намалувањето на паричната маса. Тоа понатаму предизвикало намалување на агрегатната побарувачка, неликвидност и банкротство, дефлација на цените и дефлација предизвикана од презадолженост. Оваа политика значајно придонела за драматично ширење на кризата на глобално ниво – растот на каматните стапки во САД го зголемувал приливот на капитал од другите економии, но и намалување на побарувачката за производи од другите економии (Bernanke, 1995). САД во тоа време бележеле надворешнотрговски суфицити, додека другите економии поради одливот на капитал и намалениот извоз во САД имале пад на агрегатната побарувачка (Praščević, 2009; Jakšić, Praščević стр. 488-491). Големата депресија (во периодот 1930-1933) претставува најсилна дефлација во светската економска историја, со инфлација која во некои години изнесуваше и до -10% (Фити, 2008, стр. 46-47).

#### ***2.1.3.1.3. Мерки за излез од кризата***

Излезот од Големата депресија во 1930-тите г. значеше напуштање на некои од најважните начела на либералната економска политика, а во доменот на економската теорија отстапување од принципите на класичната и неокласичната економска теорија. Тоа „бегство“ го овозможило Кејнзијанската теорија чија доминација траела до 1970-тите години.

Често се наведува дека политички одговор на Големата депресија во САД бил Рузвелтовиот „нов договор“ („New Deal“), кој во својата суштина се потпира на страната на агрегатната побарувачка, првенствено преку растот на државните расходи, значајно вклучување на државата во економските текови и потполно отфрлање на либералната економска политика. Овој пакет мерки, како и мерките преземани од голем дел од државите зафатени од големата депресија, имаат многу сличности со препораките за излез од кризата што ги дава Кејнз, а кои многу години подоцна се применуваат преку кејнзијанската економска политика (поопширно кај Sweezy, 1972).

Наведуваме неколку општи фактори кои, заедно со мерките на економската политика, значајно придонеле за завршувањето на Големата депресија (Jakšić and Prašević стр. 488-491; Snowden, Vane and Wynarczyk, 1994, стр. 5-9):

- падот на извозот е прекинат во 1933 г., делумно поради тоа што светските цени на производите го достигнале дното во 1932 г.;
- залихите почнале да растат, а тоа ги покренало очекувањата за зголемена продажба/побарувачка за производите во иднина;
- фиксните инвестиции по драматичниот пад во последните три години, во текот на 1933 г. опаѓале, меѓутоа со многу пониска стапка од претходно, што укажувало на крајот на кредитната контракција што постоела дотогаш.

Добропознатиот “New Deal” значајно влијаел на пораст на агрегатната побарувачка преку повеќе преземени мерки, како што се: напуштање на златниот стандард, реорганизација на банкарскиот сектор, отфрлање на начинот на водење на фискалната политика на основа на урамнотежен буџет и зголемување на јавните расходи. Меѓутоа, некои мерки, преземени подоцна, ја ограничувале агрегатната побарувачка, заканувајќи се да предизвикаат нова економска рецесија: програмата на картелизација преку Законот за закрепнување на националната економија (кој е укинат како неуставен во 1937 г.) и одлуката на ФЕД да ја зголеми задолжителната резерва за банките во 1937 г. поради страв дека банките располагаат со вишоци на парични средства.

За Рузвелтовиот “New Deal”, како практична примена на кејнзијанската економска теорија и политика се зборува дека претставувал егзоген стимуланс кој ја зголемувал довербата во американската економија, влијаел значајно на прераспределбата на доходот, а неговите најзначајни мерки биле поврзани со фискалните стимулации и реформата на банкарскиот сектор. Тој ја ублажил остријата на Големата депресија и ги намалил последиците, меѓутоа дури Втората светска војна, која поттикнала значаен раст на агрегатната побарувачка, довела до окончување на кризата. Делумно поради страв од намалување на агрегатната побарувачка и повторување на Големата депресија, по Втората светска војна економската политика продолжила доминантно да се базира на кејнзијанската економија која пропагирала државна интервенција во економската сфера (поопширно кај Prašević, 2009; Jakšić and Prašević стр. 488-491; Фити, 2011, стр. 19-30; Sweezy, 1972).

#### ***2.1.3.1.4. Последици од Големата депресија***

Во капиталистичката економска историја, Големата депресија од 1929-1933 ќе биде запаметена по својот интензитет и катастрофалноста на последиците што ги предизвикала. Производството во одделни земји, во просек, се намалило за 30-40%, додека во САД се намалило

за повеќе од 40%. Кризата ги погодила економиите на Германија, Канада, Франција, Италија, Холандија, Белгија, Полска и Чехословачка, додека врз Јапонија и Велика Британија последиците биле помали. Невработеноста достигнала дотогаш невидени размери – во 1932 г., стапката на невработеност изнесувала 24,9% во САД, 19% во Канада, 17,2% во Германија, 16% во Јапонија, 13,1% во Велика Британија итн. Цените на големо на стоките и услугите во периодот 1929-1933 г. опаднале за 42% во САД, 32% во Велика Британија, 34% во Германија, 38% во Франција итн. Во текот на 1930 г. пропаднале повеќе од 9 000 банки, а банките што преживеале драстично ја намалиле својата кредитна активност (види поопширно Bernanke, 2004, Bernanke, 1995; Фити, 2011, стр. 19-30).

### 2.1.3.2. Осврт на поважните економски кризи во XX и XXI век

Во продолжение, накратко ќе бидат претставени основните карактеристики на економските кризи што го потресоа светот во поновата економска историја (по Втората светска војна).

Економска криза	- Главни карактеристики -
<p><b>Нафтената криза и стагфлацијата во 1970-тите</b> (види пошироко: Hunt 2005; Barsky and Kilian, 2004; Barsky and Kilian, 2002)</p>	<p>Нафтената криза (1973/1974) се појави во октомври 1973 г. кога Организацијата на Арапската организација на земји-извознички на нафта – ОАПЕК (составена од арапските членки на ОПЕК плус Египет, Сирија и Тунис), прогласија нафтено ембарго кое траеше до март 1974 г. Ефектите од ембаргото се почувствуваа силно и брзо – цената на нафтата порасна четирикратно, достигнувајќи цена од 12 долари по барел. Економските ефекти од нафтениот шок беа големи – значајно опаѓање на производството, брзо зголемување на невработеноста, пад на трговската размена, високи стапки на инфлација и натамошно влошување на ситуацијата на земјите во развој. Високоразвиените земји се соочија со преполовување на своите стапки на раст, а во некои земји беа забележани и негативни стапки на раст. Во 1975 г. во земјите на ОЕЦД, невработеноста достигна бројка од 18 милиони луѓе, наспроти 7,5 милиони во 1970 г., што претставуваше рекорд во последните 40 години. Најважна одлика на оваа криза беше феноменот на стагфлација, која ја изненади економската теорија и политика – истовремено постоење на инфлација, на невработеност и стагнантни стапки на раст на БДП. Овој феномен и настанатата ситуација ги врза рацете на дотогаш доминантната кејнзијанска економска политика и доведе до голема замена на доминантните економски парадигми, што ѝ обезбедија место на оваа економска криза во историјата.</p>
<p><b>Должничката криза во Латинска Америка</b> (види поопширно: Pastor Jr., 1989; Devlin</p>	<p>Во текот на 1960-тите и 1970-тите, многу латиноамерикански земји, посебно Бразил, Аргентина и Мексико, позајмуваа огромни суми пари од меѓународните кредитори со цел да го финансираат процесот на индустријализација, посебно за инфраструктурни програми. Во тоа време, овие економии беа стабилни и брзорастечки, така што кредиторите беа среќни и задоволни да ги пласираат своите заеми. Зголеменото задолжување на земјите од Латинска Америка доведе до зголемување на надворешниот долг за четири пати (од 75 милијарди долари</p>



<p>and Davis, 1995; Bértola and Osampo, 2012)</p>	<p>1975 г. на 315 милијарди долари во 1983 г.) или 50% од БДП на регионот. Кога светската економија западна во рецесија во 1970-тите и 1980-тите, цените на нафтата го достигнаа плафонот, регионот дојде до точката на пресврт. Земјите во развој во тој период, исто така, се најдоа во ликвидносна криза. Како што растеа каматните стапки во САД и Европа во 1979 година, така растеше цената на долгот, доведувајќи до тешкотии кај земјите-должнички за негово подмирување. Должничката криза почна кога меѓународните пазари на капитал станаа свесни дека Латинска Америка не е во состојба да ги врати земените кредити. Ова се случи во август 1982 г. кога Мексико објави дека повеќе не е во состојба да ги плаќа своите долгови. Потоа, најголем дел од комерцијалните банки значајно го намалија или го запреа позајмувањето на Латинска Америка. Бидејќи најголемиот дел од заемите дадени на земјите од Латинска Америка беа со кратки рокови на отплата, кризата неминовно следеше кога барањата за рефинансирање беа одбиени.</p>
<p><b>Јапонската криза во 1980/90–тите</b> (види поопширно: Hoshi and Kashyap, 1999; Kanaya and Woo, 2000; Obstfeld, 2009)</p>	<p>Јапонското економско чудо траеше од 1954 до 1973 г. со посебно високи стапки на раст од 9%, додека по тој период до 1991 г. тие се намалија на сепак задоволително ниво од 4%. Во тој период, јапонските фирми главно се финансираа преку банкарски заеми и лесно доаѓаа до кредити под поволни услови, штедачите беа широко убедени во сигурноста на своите штедни влогови, банките релаксирано кредитираа без да водат секогаш сметка за профитабилноста на вложувањата, сите веруваа во владата и во силата на јапонската економија - што силно ја подгреваше инвестициската активност и го дуваше меурот (Nikkei 225 во 1985 беше околу 10 000, а во декември 1989 го достигна врвот од 38 916). Меѓутоа, во почетокот на 1990 г., новиот гувернер, загрижен од прегревањето на економијата и од инфлацијата, ја затегна монетарната политика, каматните стапки нагло пораснаа и меурот пукна (Nikkei 225 во првата половина на годината падна на 20 222, а цените на недвижностите драстично опаднаа). Тоа ја турна земјата во рецесија со негативни стапки на инфлација, монетарната политика влезе во ликвидносна замка и јапонската економија цели десет години не се ослободи од економската депресија.</p>
<p><b>Скандинавските кризи</b> (види поопширно: Jonung, 2008; Mai, 2008)</p>	<p>Скандинавската финансиска и банкарска криза го имаше текот и редоследот на настани, сличен на кризите од овој тип во другите земји – релаксирана монетарна/фискална политика, кредитен бум, раст на цените на имотите, затегнување на монетарната политики и раст на каматните стапки и пукање на меурот. Експанзивната буџетска политика во Финска во 1987 година резултираше со константен раст на кредитната активност кој го туркаше растот на цените за домување (раст од 68% во 1987 и 1988 г.). Со цел да ја заузда кредитната експанзија и прегревањето на економијата, централната банка ги зголеми каматните стапки и воведо задолжителна резерва, што исто така се поклопи со драстичниот пад на трговската активност со Советскиот Сојуз. Тоа предизвика драстичен пад на цените на имотите, нагло вложување на банкарската актива и неопходна помош од државата за спас на банкарскиот сектор, што доведе до пад на БДП од 7%. Слична беше ситуацијата и во Шведска. Во Норвешка, заемите се зголемија за 40% во 1985 и 1986 г., растеа инвестициската активност, потрошувачката и цените на имотите, но по затегањето на политиката и падот на цената на нафтата, сето тоа ја предизвика една од најострите рецесии (банкарска криза) во земјата дотогаш.</p>
<p><b>Финансиската криза во Русија</b></p>	<p>Руската финансиска криза, наречена „Криза на рубљата“, започна на 17 август 1998 г. Во првата половина на 1997 г., руската економија покажа некои знаци на</p>

<p>(види поопширно: (Peroti, 2001; Suppel, 2003; Popov, 2011; Orlova and Romanov 1999)</p>	<p>подобрување, меѓутоа веднаш потоа таа беше погодена од два екстерни шока – Азиската финансиска криза која започна во јули 1997 г. и намалување на светските цени на стоките кои сочинуваа повеќе од 80% од рускиот извоз. Во тоа време, растот на домашните кредити беше заснован на приливот на шпекулативен капитал, привлечен од многу високите каматни стапки (во март, каматната стапка на ГКО обврзниците се искачи на 150%) кои требаше да го запрат неговото одлевање. Ситуацијата беше влошена со нередовното исплаќање на обврските по внатрешниот долг (растеа долговите на државата за плати, посебно во оддалечените региони) и кулминираа на крајот од 1997 г., кога намалените даночни приходи негативно влијаеја на финансирањето на најголем дел од буџетските ставки – пензиите, транспортот, комуналните трошоци итн. Во тоа време, ММФ одобри пакет за финансиска поддршка во износ од 22,6 милијарди долари, за да ги поддржи реформите и да го стабилизира рускиот пазар преку замена на огромни суми на ГКО државни краткорочни хартии од вредност со долгорочни еврообврзници. Месечниот износ на камата по државниот долг достигна 40% од даночните приходи, а Думата го одби владиниот план за излез од настанатата ситуација. Ова доведе до ерозија на довербата на инвеститорите и верижна реакција – продавање огромни количества рубљи и други руски хартии од вредност, што доведе централната банка само во периодот од октомври 1997 г. до август 1998 г. да потроши 27 милијарди долари за одржување на фиксните маргини на курсот на рубљата. На 13 август 1998 г. Руската берза на хартии од вредност, пазарот на обврзници, девизните пазари доживеаја финансиски колапс, а последиците беа страшни – инфлацијата достигна 84%, многу банки беа затворени, имаше социјални и политички тензии.</p>
<p><b>Азиската криза</b></p> <p>(види поопширно: Wade, 2000; Sachs, 2004; Green, 2002; Dilip 2000)</p>	<p>Од почетокот на 1950-тите, па до почетокот на кризата во 1997 г. „азиските тигри“ (Индонезија, Малезија, Тајланд и Филипини), како и економиите на Сингапур, Јужна Кореја, Тајван и Хонгконг уживаа голема доверба од Западна Европа, САД и Јапонија (често пати подгревана и од ММФ и Светска банка) како вонредно здрави, макроекономски стабилни, динамични економии во кои вреди да се инвестира. Економиите во Југоисточна Азија одржуваа високи каматни стапки со тоа привлекувајќи ги странските инвеститори кои бараат високи стапки на поврат. Како резултат на тоа, целиот регион имаше енорно висок прилив на капитал, што понатаму водеше кон силен и брз пораст на цените на имотите. Во тоа време, некои земји во регионот – Тајланд, Малезија, Индонезија, Сингапур и Јужна Кореја искусија високи стапки на раст од 8 до 12%. Меѓутоа, голем дел од земјите имаа макроекономски дебаланси (високо ниво на задолженост и изложување на девизен ризик, дефицити во платниот биланс), голем дел од компаниите беа презадолжени и со капацитет на производство кој не можат да го реализираат. Ваквото економско окружување во услови кога овие економии се обидуваа да одржуваат фиксен девизен курс беше неодржливо. Кризата започна кога инвеститорите ги обзеде песимизам и капиталот почна да се одлева, а валутите на најголем дел од азиските економии беа под силен притисок, кој не го издражаа. Кризата почна со финансискиот колапс на тајландскиот бахт на 2 јули 1997 г., по што следуваа нападите на филипинското песо, малезискиот рингит, индонезиската рупија. Речиси сите земји од Југоисточна Азија, по неуспешните обиди да ги одбранат, ги пуштија своите валути слободно да флукутираат и доживеаја финансиски колапс<sup>72</sup>.</p>

<sup>72</sup> Во анализата на оваа криза посебно место има ММФ (понекогаш некои автори кризата ја нарекуваат ММФ-криза) и залагањето за комплетна либерализација на нивните капитални сметки.

<p><b>„Дот-ком“ кризата во САД</b> (види поопширно: Kraay and Ventura, 2007; Aburjanidze and all., 2010)</p>	<p>Во 1990-тите, американската економија доживеа долга експанзија, поддржана со високи стапки на раст, зголемување на продуктивноста и отворање многу нови работни места. Одличните перформанси во тој период се базираа во еден дел на новите технологии, развојот на интернетот, телекомуникациите и отворањето на пазарите во процесот на глобализација. Оваа ситуација беше поддржана и од поволната монетарна политика и силната дерегулација во финансиската сфера. Во такви услови се создаде поволна клима за раст на оптимизмот и купување огромни количества хартии од вредност во компаниите од доменот на високите технологии, кои беа атрактивни за вложување. „Дот-ком“ меурот се однесува на периодот 1995 -2001 година, меѓутоа го достигна својот врв на 10 март 2000 г., кога индексот NASDAQ достигна вредност од 5 132,52 – два пати поголема од неговата вредност во претходната година. Меурот прсна на 13 март, кога огромни налози за продажба на хартии од вредност во дот-ком компаниите беа реализирани, што предизвика верижна реакција, така што NASDAQ го забележа најголемиот пад во таа година од 5 038 на 4 879.</p>
<p><b>Аргентинската економска криза</b> (види поопширно: Kehoe, 2003; Hornbeck, 2002; Alberola, Lopez and Serven, 2004)</p>	<p>Аргентинската економска криза (1999-2002) беше голем финансиски колапс кој ја зафати аргентинската економија во текот на 1990-тите и траеше до раните 2000-ти. Според еден дел од аналитичарите, до оваа криза дошло од причина што во најлошо можно време се координирале три потенцијални закани: врзувањето на аргентинското песо за американскиот долар во почетокот на 1990-тите; големите суми долгови што ги направиле дел од аргентинските претседатели и зголемување на долговите како резултат на драстично намалените приходи од даноци. Во текот на 1970-1980-тите аргентинската економија се соочуваше со многу тешкотии – голем долг потрошен на незавршени проекти, невработеност од 18%, креирање и поддршка на новата валута (аустрал), инфлација одржувана помеѓу 10 и 20% итн. На почетокот на 1991 г., Аргентина воведо валутен одбор, кој на почетокот успешно ја намали инфлацијата на 5% во 1994 г. Меѓутоа, ситуацијата полека се влошуваше – најголемите трговски партнери, Бразил и Мексико, се соочија со економски кризи (посебно штетна беше девалвацијата во Бразил), парите од приватизацијата на државните компании пресушија, царуваше даночната евазија и перењето пари, ММФ и понатаму позајмуваше пари и ги одложуваше роковите на отплата, што ја турна земјата во тригодишна рецесија. Во почетокот на 2000 г., зголемувањето на приносите на обврзниците ја натера Аргентина на големо задолжување кај ММФ, СБ и САД; поради непопуларните мерки на намалување на платите, пензиите и социјалните бенефиции, следеа социјални немири и промени во власта; ММФ одби да ја исплати трансхата од 1,3 милијарди долари и бараше кратање на буџетот; приносот на обврзниците достигна 42% над државните обврзници на САД; граѓаните повлекуваа големи суми пари, претворајќи ги во долари и предизвикувајќи банкарската паника; долговите кон крајот на 2001 г. веќе не можеа да бидат враќани и достигнаа 132 милијарди долари, не помогна ни пакетот мерки од аргентинската влада наречен „corralito“ кои предизвикаа масовни протести, ниту пак проектот за „трета валута“ во 2001 г. со цел да се задржи конвертибилноста. По овие големи турбуленции, во јануари 2002 г. фиксниот курс долар/песо во однос 1-1 беше напуштен и се искачи на 4 пезоси за 1 долар, стапката на невработеност и сиромаштија беше огромна, акумулираната инфлација од девалвацијата беше 80%, а многу бизниси пропаднаа.</p>

#### **2.1.4. Глобалната економска криза VS Големата депресија – лекции за денешната економската теорија и политика**

Во последните две-три години многу често во современата економска литература се сретнуваат споредби на Глобалната економска криза со големата депресија и во економските дебати и економската терминологија се користат изразите „најголема економска криза по Големата депресија“, „Големата економска депресија се повторува“, „не ги научивме лекциите од Големата депресија“. Тоа беше предизвик во дисертацијата да посветиме еден дел на оваа проблематика, каде што ќе направиме паралела помеѓу Големата депресија и Глобалната економска криза и ќе ги подвечеме главните лекции за економската теорија, меѓутоа пред сè за креирањето на економската политика. Најопшто, сличностите и разликите можеме да ги сублимираме вака (Фити, 2009, стр. 276-277; Cukierman, 2009):

- ✓ двете економски кризи започнаа во САД; во двата случаи ефектите од кризата од САД се прелеаја во голем број земји во светот; покрај трговијата, најзначаен за ширењето на Големата депресија беше златниот стандард, додека за ширењето на денешната економска криза од пресудно значење беше заемната зависност и поврзаност на финансиските системи на развиените земји.
- ✓ глобалните економски услови и состојбите во развиените економии пред кризите беа понеповолни за време на Големата депресија отколку денес. Дефлаторните тенденции беа силни во првиот случај, додека денес се зборува за ризик од појава на дефлација.
- ✓ кредитната експанзија пред појавата на двете економски кризи е заедничка карактеристика, што го покажува големото влијание што го имале банките и финансиските системи во двете кризи. Меѓутоа, разликата се гледа во тоа што за време на Големата депресија беше уништена депозитната основа на банките, по што пропаднаа голем број банки и се напушти златниот стандард. Додека, во случајот на Глобалната економска криза, проблемот се појави поради појавата/креирањето на широк спектар високоризични финансиски инструменти од страна на финансиските институции. Сепак, на крајот, економските ефекти од двете кризи се слични: недоверба во финансискиот систем, намалување на понудата на кредити, губење на кредитоспособноста кај голем дел од економските субјекти, намалување на инвестициската активност итн.
- ✓ антицикличните политики кои беа преземани за време на Големата депресија беа користени срамежливо, беа некоординирани и неодржливи поради што често се вели дека Големата депресија го покажа патот на макроекономијата во економската наука. Денес, во време на Глобалната економска криза, бескомпромисно се користи широк спектар макроекономски инструменти за борба со раните манифестации на економската криза.

Најважен дел од анализата/споредбата на Големата депресија и Глобалната економска криза претставува делот во кој можеме да ги извлечеме главните лекции кои не треба да се заборават и треба да бидат водилка за креаторите на економската политика.

Лекциите што можат да се извлечат од Големата депресија, Cecchetti (1997) ги дели во две категории: лекции за креаторите на економската политика и лекции за конструкцијата на финансиските институции. Во однос на лекциите за креаторите на економската политика, најпрвин зборува за опасноста од дефлација и сугерира дека позиционирањето на инфлацискиот таргет блиску до нула е многу опасно за политиката на централната банка. Според него, ниско и одржливо ниво на инфлација е ниска цена што треба да се плати за да се намалат шансите од повторување на катастрофалните настани од 1930-тите. Второ, функционирањето на централните банки како позајмувач во крајна инстанца за краткорочно стабилизирање на финансискиот систем се покажало ефективно во два наврата: во 1987 г. при колапсот на берзата и на штедно-кредитните здруженија, а се покажува како доста ефективно и во денешната економска криза. Лекцијата за конструкцијата на финансиските институции се однесува на важноста на системот за осигурување на депозитите кој ја гарантира врската помеѓу банкарските депозити и алокацијата на средствата. На крај, тој дава и една меѓународна лекција за тоа колку е тешко да се воспостави систем на институции кој ќе го одржува системот на фиксни девизни курсеви помеѓу земјите (се однесува на распадот на Златниот стандард) и неговото значење во трансмисијата на економските циклуси.

Во продолжение, сублимирано ќе ги презентираме лекциите што може да се научат од Големата депресија за водење на економската политика во услови на денешната економска криза (види поопширно Romer, 2009):

**Прва лекција: малата фискална експанзија дава само мали ефекти** – во време на Големата депресија фискалната политика не го генерираше закрепнувањето затоа што фискалните акции беа релативно мали во однос на проблемот кој постоеше (Рузвелтовиот план во 1930-тите беше скроман и со многу ограничувања – дефицитот се зголеми само за 1,5% од БДП во 1934 г.). Денес, фискалните акции што се преземаат се многу пообемни и со своите мерки се борат на бројни полиња (пакетот на Обама само во првите две години изнесуваше 800 милијарди долари или приближно 3% од БДП): даночни намалувања, директно инвестирање од страна на државата, помош за земјите и луѓето погодени од кризата, отворање многу нови работни места преку државни програми итн.

**Втора лекција: монетарната политика може да помогне во заздравувањето на економијата иако каматните стапки се блиску до нула** – Дел од објаснувањето на тоа зошто САД толку слабо реагираа на банкарската паника и економскиот колапс за време на Големата

депресија се наоѓа во важењето на златниот стандард во тоа време. Во април 1933 г., Рузвелт привремено го суспендира златниот стандард и дозволи доларот во однос на златото да депрецира, со што Министерството за финансии на САД можеше да ја зголеми понудата на пари без да го користи каналот преку ФЕД. Тоа, пред сè, влијаеше на тогашните силни очекувања за дефлација со што ефектите беа зачудувачки позитивни. Според ова, искуството од 1930 г. ни сугерира дека монетарната политика може да игра важна улога и доколку каматните стапки се многу ниски, преку влијание на очекувањето, посебно преку превенцијата на очекувањата за дефлација.

**Трета лекција: Треба да се внимава на ефектите од прераното прекинување на стимулите и програмите за закрепнување од кризата** – Експанзивната фискална и монетарна политика и останатите мерки за стимулирање на економската активност придонесоа во средината на 1930-тите реалниот БДП да се зголеми за 11% во 1934 г., 9% во 1935 г. и 13% во 1936 г., индустриското производство се зголемуваше, а невработеноста се намали на околу 15%. Во тој момент, фискалната политика стана порестриктивна, а се затегна и монетарната политика од стравот дека банките држат прекумерно количество резерви. Како резултат на тоа, БДП во 1938 г. падна на 3%, невработеноста се искачи на 19% и депресијата продолжи уште две години. Која е лекцијата? Во определен период од времето, економијата ќе почне да застанува на нозе, зголеменото производство ќе генерира повеќе инвестиции, зголемена потрошувачка, вработеност и оптимизмот ќе почне да преовладува над песимизмот. Меѓутоа, креаторите на политиките треба да бидат многу внимателни и да ја надгледуваат економијата одблизу за да утврдат дали економијата навистина е закрепната.

**Четврта лекција: Финансиското здравување на економијата оди заедно со здравувањето на реалниот сектор** – Брзата реакција за стабилизација на финансискиот сектор придонесе за пораст на цените на акциите за 40% од март до мај 1933 г., зголемување на довербата, намалување на бројот на пропаднати банки и брзо зголемување на растот. Меѓутоа, ова се случи откако закрепнувањето на реалниот сектор беше забележливо, што натаму го подобруваше и здравјето на финансискиот сектор. Лекцијата за креаторите на економската политика е дека во денешната економска криза плановите за поддршка на финансиските институции треба да одат рака под рака со програмите за реално здравување – креирање нови работни места, поволни услови и поддршка на бизнисите итн.

**Петта лекција: Глобалната експанзивна политика ги дели и придобивките и товарите од економското здравување** – Голем број автори потврдија дека напуштањето на златниот стандард и зголемувањето на домашната понуда на пари беа клучни фактори кои генерираа здравување за голем број земји во 1930-тите. Импликациите на денешните

политики се очигледни – колку повеќе земји во светот се определат за експанзивна фискална и монетарна политика во услови на денешната криза, толку ќе биде подобро за сите. Во однос на ова, фискалната акција во Кина или намалувањето на каматните стапки во еврозоната може да го трасираат глобалниот пат за излез од кризата.

*Последната лекција: Главна карактеристика на Големата депресија е тоа што таа ненадејно заврши* – Покрај огромните економски загуби, хаосот на финансиските пазари и губењето на довербата што дури доведе до уништување на вербата во капитализмот, економијата сепак успеа да заздраве. Економскиот раст на САД од 1933 до 1937 г. бил најголем, не сметајќи ги воените периоди. Ова може да сугерира слична разврска и на денешната економска криза.

## **2.2. Глобалната економска криза**

Денешната економска криза започна во 2007 г., а доби на интензитет во 2008 г. и покрај напорите од централните банки и регулаторите да ја повратат рамнотежата. Во почетокот на 2009 г. финансискиот систем и глобалната економија навлегоа во надолна спирала и примарен фокус на политиката беше превенција од надолно движење на економијата, слично на она што ја карактеризираше Големата депресија. Обемот и различните видови негативни финансиски/економски вести и импотенцијата на одговорот од страна на економската политика, покренеа нови прашања за потеклото и причините на економската криза и пазарниот механизам што ги поддржува и пропагира.

### ***2.2.1. Сличности со претходните економски кризи***

Економската криза што ја потресе глобалната економија беше резултат на мешавина од причини/фактори, од кои некои веќе се слични со финансиските/економски кризи кои се случувале низ историјата, додека други ја одбележуваат спецификата на денешната глобална криза. Глобалната финансиска и економска криза има четири заеднички карактеристики кои ја поврзуваат со кризите од минатото: пораст на цените на средствата до нивоа кои се неодржливи; кредитни бумови кои водат до прекумерно задолжување; појава на системскиот ризик и неуспехот на регулацијата и супервизијата да остане во чекор со кризата и да дејствува во моментите кога „еруптира“ (види Claessens et al., 2010).

**Меури на пазарите на недвижности/средства** – Цените на пазарот на недвижности во САД и на другите пазари нагло пораснаа пред кризата. Оваа шема на пораст на цените е слична со епизодите на големите финансиски кризи низ историјата. Бумот на пазарот на недвижности во САД во текот на пет години пред кризата, достигнувајќи го врвот шест квартали пред почетокот на кризата, е неверојатно сличен со претходните големи банкарски кризи во развиените економии: Шпанија во 1977; Шведска во 1991; Норвешка во 1987; Финска во 1991 и Јапонија во 1992 г. (види Reinhart and Rogoff, 2008).

**Кредитните бумови** – Долгата кредитна експанзија во САД пред почетокот на кризата е слична со другите кризни епизоди, само што во случајот на денешната криза експанзијата е концентрирана во еден сегмент – пазарот на хипотеки. Долготрајните епизоди на брз кредитен раст главно коинцидираат со големите флукуации на економската активност – со реалниот производ, потрошувачката и инвестициите, кои растат над нивниот долгорочен тренд во времето на креирањето на кредитниот бум и паѓаат под трендот по завршувањето на бумот. Во фазата на кредитниот раст, тековната сметка се влошува, најчесто е придружена со бран на прилив на приватен капитал, пораст на цените на недвижностите и реалниот девизен курс. (види Mendoza, and Terrones, 2008). Во такви услови, и во САД по 2000 г. задолженоста на домаќинствата (долгот спореден со расположливиот доход) нагло се зголеми, главно водена од растот на хипотеките, придружена од историски ниските каматни стапки и поддршката од финансиските иновации. Механизмот кој ги поврзува кредитните експанзии со кризите вклучува зголемување на леверидгот на позајмувачите (и кредиторите) и опаѓање на стандардите за кредитирање – што беше случај во неколку земји погодени од кризата (Шпанија, Исланд, Велика Британија, неколку источноевропски земји итн.).

**Маргиналните заеми<sup>73</sup> и системскиот ризик** – Експанзијата на кредитите за домаќинствата беше поддржана од поволните макроекономски услови кои постоеја пред кризата. Во САД, голем дел од хипотекарната експанзија се состоеше од кредити дадени на корисници со ограничена кредитна историја. Со тоа, кредитните институции и корисниците на кредити стануваат исклучително ранливи на надолни движења во кредитните и монетарните услови, како и на промени на цените на средствата. Во други земји, големата изложеност кон странските валути во корпоративниот и финансискиот сектор е карактеристика која е заедничка со Азиската криза. На пример, некои источноевропски економии голем дел од домашните

---

<sup>73</sup> Маргинални заеми се заемите земени со цел да се финансира купувањето на хартии од вредност (во случајот недвижност или други средства), маргиналните заеми обично ги обезбедуваат компаниите (брокерските компании и други компании кои работат со хартии од вредност и недвижности) кои корисниците ги користат за тргување со средствата.



кредити (вклучувајќи ги и оние на домаќинствата) ги деноминираа во странска валута (евро, швајцарски франци, јен итн.), што ги направи посебно осетливи на стабилноста на девизните курсеви на нивните валути и на макроекономски шокови. Тука треба да го спомнеме и енормниот пораст на пазарите на финансиски деривати (хартии од вредност базирани на хипотеки итн.) чишто цени и исплата зависеа од средствата на кои се засноваа и од движењето на нивните цени.

**Регулатива и супервизија** – Кризите низ историјата често беа следени од експанзии предизвикани од финансиска либерализација која не е придружена со соодветна регулатива и супервизија. Како во минатото, така и во денешната криза во развиените економии, финансиските компании, инвестициските банки и вонбилансните хартии од вредност беа надвор од банкарската регулатива. Меѓутоа, банкарството во сенка кое обезбедуваше исклучително голема финансиска интермедијација растеше без адекватен надзор што водеше кон зголемување на системскиот ризик. Како што се случуваше и претходно, и во услови на денешната криза, фокусот на надлежните органи беше главно на ликвидноста и солвентноста на индивидуалните институции, додека финансискиот систем како целост (како и на глобалниот финансиски систем) беше запоставен и беа потценети можноста и трошоците на системскиот ризик.

## **2.2.2. Причини за настанување на Глобалната економска криза**

Најголемата финансиска и економска криза во последните 80 години предизвика широка дебата и голем број трудови, книги и конференции ги анализираат причините за нејзиното настанување и бараат одговор од економската политика кој ефикасно би се справил со неа. Она што може да се заклучи од оваа многубројна литература е дека причините кои имале влијание врз настанувањето на Глобалната криза се слични, но постои несогласување околу релативното значење и редоследот на нивното настанување и зависност.

Според Тејлор (Taylor 2009), глобалната криза е предизвикана од експанзивната монетарна политика, како во САД така и во Европа (каде што постои корелација помеѓу движењето на каматните стапки на централните банки), врската помеѓу монетарната политика, стимулативните политики на државата и проблемот со пазарот на хипотеки, како и комплицираната финансиска архитектура – секјуритизацијата, рејтинг-агенциите, финансиските иновации итн. Други автори тврдат дека дебалансите во глобалната економија се главните причинители на кризата (што го потврдуваат и емпириски), придружени со неадекватната

регулатива и супервизија, додека монетарната политика немала влијание врз намалувањето на каматните стапки и појавата на кризата (види Mergouche and Nier, 2010). Трета група автори причините ги бара во промените што се случиле во финансиските пазари од 1998 година, кои требало да имаат поволни ефекти за намалување на ризикот и ефикасна алокација на ресурсите, меѓутоа го предизвикале спротивното – длабоката меѓународна интеграција на пазарите на капитал, процесот на секјуритизација, растот на хец-фондовите и другите приватни фондови на капитал, финансиските деривати и иновации – кои ја намалиле транспарентноста, го зголемиле левериџот и системскиот ризик (види Swagel, 2009). Слично на претходните, четврта група автори опфаќа три елементи: борбата помеѓу финансиските иновации и регулацијата, потрошувачкиот бум од 2002 до 2007 г. и финансиската интернационализација придружена од дерегулацијата и глобалните дебаланси (види Schneider and Kirchgässner). Петта група автори опфаќа поширока структура на причинители – дебалансите во глобалната економија, кредитниот бум до неодржливо ниво, финансиските иновации и архитектура, меурот на пазарот на недвижности, монетарната политика, дерегулацијата, шпекулациите (види Carmassi, Gros and Micossi, 2009). Друга група автори зборува за макроекономски фактори (глобалните дебаланси и монетарната политика) и микроекономски фактори (финансиските иновации, неадекватната регулација, кредитниот бум и ниските стандарди за кредитирање, неадекватното корпоративно управување и мотивацискиот систем во финансискиот сектор) (види Mohanty, 2010). Постојат и автори кои бараат пошироки причини за криза (crisis makers) – економските експерти кои го гледаат светот низ економскиот рационализам и неолиберализам, креаторите на политиките кои ја спроведуваат таа визија и популарните интерпретатори кои нè убедуваат да веруваме во таа визија (види Snooks, 2000). Најдетална структура за причините за глобалната економска криза даваат Jickling (2010) и членовите на Комитетот на конгресот во извештајот за конгресот под наслов „Causes of the Financial Crisis“, каде што наведуваат 26 посебни причини за кризата. Со цел да се приближиме кон нашата задача во оваа глава, причините за кризата што ги наведува Jickling (2010) се групирани во четири главни групи: глобалните дебаланси во светската економија; дерегулацијата и регулацијата на финансиските пазари и институции; новата финансиска архитектура и меурот на пазарот на недвижности (види Табела бр. 2.1).

<b>Табела бр. 2.1. - Структура на причините за Глобалната економска криза</b>	
<b>Главни причини</b>	<b>Структура</b>
<b>Глобалните дебаланси во светската економија</b>	Глобалните финансиски текови во последните години се карактеризираат со движења кои се неодржливи на подолг рок: некои

	земји (како Кина , Јапонија, Германија) имаат суфицити на своите тековни сметки, додека други земји (САД, Велика Британија) имаат дефицити не само на тековните сметки туку и интерни дефицити во секторот на домаќинствата и државата.
<b>Дерегулацијата и регулацијата на финансиските пазари и институции</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Легислативата за дерегулација;</li> <li>- Релаксирана регулатива на леверицот (дозволувајќи инвестициските банки да работат со компании со висок левериц);</li> <li>- Фрагментирана регулација на финансиските институции;</li> <li>- Непостоење регулатор за системскиот ризик (банкарството во сенка, хец-фондови, небанкарските дилери на финансиски деривати итн.).</li> </ul>
<b>Новата финансиска архитектура</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Секјуритизација</li> <li>- Рејтинг-агенциите</li> <li>- Банкарството во сенка</li> <li>- Вонбилансното финансирање</li> <li>- Финансиските иновации и нивната комплексност</li> <li>- Неуспехот на системите за управување со ризикот</li> <li>- Прекумерниот левериц</li> </ul>
<b>Меурот на пазарот на недвижности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Невнимателно издавање хипотеки;</li> <li>- Раст на цените (креирање меури) на пазарот на недвижности на неодржливо ниво;</li> <li>- Недостиг на транспарентност и одговорност во хипотекарното работење/финансии;</li> <li>- Иницирањето/насочувањето на банките да се вклучат во непруdentно хипотекарно кредитирање од страна на државата за помош на групите со низок доход.</li> </ul>
<b>Други причини</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Човековите слабости/недостатоци (ограничена рационалност)</li> <li>- Несоодветните кумпјутерски модели</li> <li>- „Black Swan“ теоријата</li> </ul>

Класификација на авторот, базирана на Jickling (2010)

Врз основа на анализата на литературата за различните групи причини што ја предизвикале Глобалната економска криза можеме да извлечеме пет групи причини за кои постои консензус во најголемиот дел од литературата и кои ќе бидат накратко елаборирани: макроекономски (дебалансите во глобалната економија и релаксираната монетарна политика) и микроекономски (дерегулацијата и неадекватната регулатива и супервизија во финансискиот систем, меурот на пазарот на недвижности и современата финансиска архитектура).

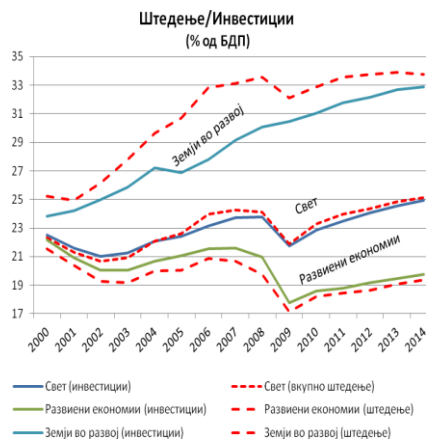
### ***2.2.2.1. Дебалансите во глобалната економија***

Зголемувањето на глобалните дебаланси е придружено со поголема дисперзија на позициите на тековната сметка и поголеми нето-приливи на капитал помеѓу земјите. Високите приливи на капитал можат да ги намалат трошоците за финансирање на банките на меѓународните пазари; можат да ги намалат долгорочните каматни стапки, предизвикувајќи финансиските институции да ја зголемуваат својата изложеност, а инвеститорите да „трагаат по принос“ и да ја зголемат агрегатната понуда на кредити во домашната економија,

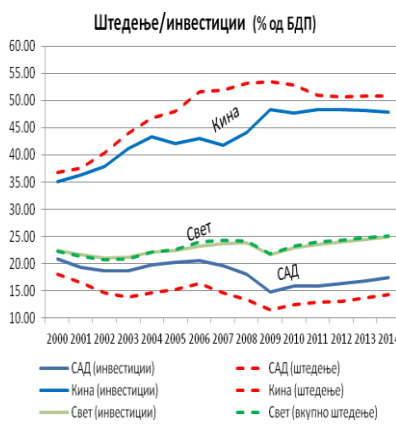
предизвикувајќи пораст на цените на средствата (недвижностите) во домашната економија. Дури и пред почетокот на кризата, некои автори тврдеа дека глобалните дебаланси, односно глобалниот вишок на заштеди над вишокот на посакувани инвестиции (т.н. „savings glut“), ја намалија долгорочната каматна стапка на глобално ниво, вклучувајќи ги САД (види Bernanke, 2005).

Прекумерната ликвидност на глобалните пазари на капитал ги потхранува големите дебаланси во тековните сметки помеѓу доминантните економии и региони во светот. Во овој случај, дефицитите на тековните сметки во развиените економии (најголем јаз меѓу штедењето и инвестициите има САД) се покриени со големи суфицити на тековните сметки во земјите во развој (види ги графиконите бр. 2.1, 2.2, 2.3). Најголем дел од средствата на глобалните пазари на капитал доаѓаат од намалувањето на инвестициите во азиските економии, како и од порастот на цената на нафтата, што предизвика прилив на средства на Средниот Исток, во Русија и во други земји кој требаше рационално да се потроши (види поопширно Obstfeld and Rogoff, 2009; Servén and Nguyen 2010).

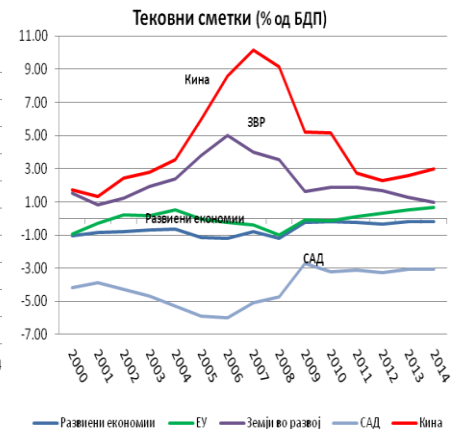
Графикон бр. 2.1



Графикон бр. 2.2



Графикон бр. 2.3



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

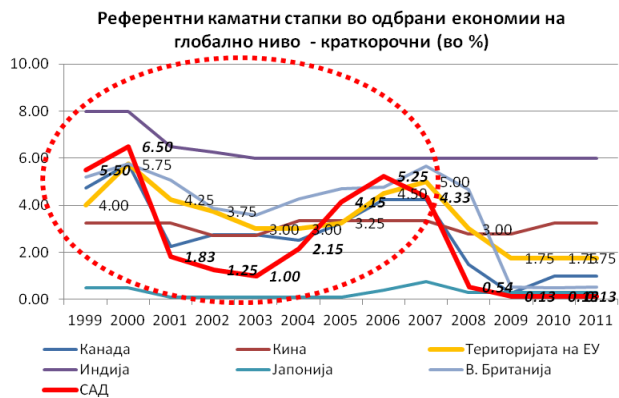
Голем број анализи ја потврдуваат врската помеѓу глобалните дебаланси, ниската каматна стапка на глобално ниво и нивната поврзаност со финансиските дебаланси во економиите (види Merrouche and Nier, 2010). Наспроти ова тврдење, постојат и анализи кои го тврдат спротивното, т.е. дека „главен проблем на објаснувањето е дека всушност нема вистински докази и факти за постоењето на savings glut“ (види Taylor, 2009).

### 2.2.2.2. Релаксираната монетарна политика

Во литературата постојат бројни канали преку кои монетарната политика може да влијае на зголемување на финансиските дебаланси и ризици, т.е. да придонесе банките и другите финансиски посредници да преземаат поголем ризик (кредитен и ликвидносен) и да ја зголеми понудата и побарувачката за кредити (хипотеки), предизвикувајќи цените на средствата да растат.

Во голем број развиени земји, каматните стапки на централните банки останаа под нивото кое може да се смета за неутрално. Монетарните политики во САД и Јапонија биле премногу експанзивни премногу долго време. По „Дот-ком“ кризата во САД и нападите на 11 септември, референтната каматна стапка во САД беше спуштена на многу ниско ниво (1% во јуни 2003 г.), а потоа постепено се зголеми до максималното ниво од 5,25% во јуни 2006 г., кое се одржуваше сè до почетокот на кризата, кога референтните стапки почнаа драстично да паѓаат. Во Јапонија, каматната стапка го достигна нивото од 0,1% кое се одржуваше до 2006 г., кога следеше благ пораст. Слична беше ситуацијата и со ЕУ, Кина, Канада, Британија и др., каде што по подолг период на ниски референтни каматни стапки тие беа забележително зголемени во периодот 2006-2007 г., по што следеше драстичен пад (види ги графиконите 2.4 и 2.5).

Графикон 2.4



Извор: International Financial Statistics (IFS), Principal Global Indicators, IMF Stat.

Графикон 2.5



Извор: Board of Governors of the FED, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

Анализите на Тејлор (2009) покажуваат дека референтната каматна стапка во САД била под нивото што го наложува искуството од историјата (искуството од периодот на Great Moderation кое почна во 1980-тите). Невообичаената значајна девијација на федералната стапка од Тејлоровото правило (кое политиката го следи од турбулентните 1970-ти), почнувајќи од 2001 г. (види го графиконот 2.5.), претставува доказ дека монетарната политика била експанзивна, што водеше до кредитна експанзија и раст на цените на недвижностите (види

Taylor, 2009). Во истата анализа се прави претпоставка за длабочината на циклусот доколку се следи Тејлоровото правило и се потврдува дека падот на економската активност би бил помал доколку се следело правилото во монетарната политика. Анализата е проширена и на Европа каде што се потврдува истото – референтната каматна стапка на ЕЦБ била под нивото што го сугерирало правилото, при што најголема девијација има кај Шпанија (која има најголем раст во цените во недвижностите), а најмала кај Австрија (која има најмал раст на цените на недвижностите).

Исто така, значајна е анализата на монетарната политика во САД, која постојано интервенира и се бори со негативните меури, додека останува пасивна кога треба да се соочи со забрзаното зголемување на кредитирањето и на цените на средствата (поопширно види Cooper, 2008). Оваа релаксирана монетарна политика која е воспоставена и се спроведува скоро цела декада има значајно влијание на конвергенцијата на очекувањата на субјектите дека цените на средствата постојано ќе растат. Таквата асиметрична монетарна политика, исто така, креира огромен проблем на морален hazard, каде што сите субјекти очекуваат да бидат спасени од своите грешки и престануваат да се грижат за концентрацијата на ризикот, притоа значајно влошувајќи го системскиот ризик (види Carmassi, Gros and Micossi, 2009).

Спротивно на истражувањата за релаксираната монетарна политика како причина за кризата, постојат и истражувања кои емпириски потврдуваат дека нема некоја значајна врска помеѓу каматната стапка на централните банки и финансиските дебаланси во земјите. Постојат силни докази дека високите каматни стапки што ги одржувале определени земји во подолг период немале значајно влијание на намалувањето на финансиските дебаланси во системот (види Megrouche and Nier, 2010).

### ***2.2.2.3. Деретулацијата и неадекватната регулатива и супервизија во финансискиот систем***

Големата депресија во 1920-тите ја поттикна потребата од финансиска регулација со цел да ги стабилизира економиите (пред сè, американската) и да ја поврати довербата на штедачите во банките и финансискиот систем. Значајните социјални и технолошки промени со текот на времето почнаа да служат како катализатор кој ја туркаше деретулацијата. Големите банки и финансиски институции, исто така, вложуваа напори за елиминирање или модифицирање на регулативите што ги ограничуваа, додека поединците настојуваа да добијат поголема контрола на своите заштеди и инвестиции на финансиските пазари. Тоа доведе до висока доверба во

пазарната дисциплина и саморегулацијата, така што голем број регулативи беа отстранети. Позначајни примери на дерегулацијата се: Законот за дерегулација на депозитните институции и монетарната контрола (DIDMCA), кој овозможи банките и другите штедни институции сами да ги определуваат каматните стапки, со тоа поттикнувајќи ја конкуренцијата; Законот за алтернативни трансакции со хипотеките (AMTPA); БАЗЕЛ II стандардите со кои се дозволи капиталот на банките да се чува во повеќе форми, според ризичноста на одделни групи на средства; релаксирањето на регулативата во САД за левериџот на финансиските посредници во 2004 г. и укинувањето на правилото на нето-капитал од 1975 г.; укинувањето на одредбите од Законот за банки во САД (Glass-Steagall Act) од 1933 г. кој ги раздвојуваше комерцијалното и инвестициското банкарство и донесувањето на Законот за модернизација на финансиските услуги (Gramm-Leach-Bliley), кој дозволи комерцијалните банки да се поврзуваат со инвестициските банки, осигурителните компании и други финансиски институции итн. Друг елемент, кој додаде „масло на огнот“ и беше непосредно поврзан со меурот на пазарот на недвижности, беше иницијативата на Владата на САД за „affordable-housing mission“ и Community Reinvestment Act во почетокот на 1990-тите, кој вршеше притисок и влијаеше банките и компаниите спонзорирани од Владата да ги олабават стандардите за достапност до хипотекарни кредити. Од друга страна, регулативата и супервизијата била дисперзирана помеѓу повеќе институции кои биле одговорни за посебни финансиски институции, додека недостасувале регулаторни тела и институции кои ќе бидат одговорни за проблемите што произлегувале од системскиот ризик (види поопширно Silvers and Slavkin, 2009; Tymoigne, 2009; Calabria, 2009).

Трендот на дерегулација на финансиските системи кој се прошири на глобално ниво и релаксираната регулатива на финансиските институции создадоа поволна почва за „потрага за профит“ и создавање на новата финансиска архитектура (банкарството во сенка, секјуритизацијата, рејтинг-агенциите, финансиските деривати итн.) и односи (верувањето во моќта за саморегулација на пазарите, преземањето поголем ризик, моралниот хазард, шпекулирањето, падот на транспарентноста итн.), која непосредно се одвиваше со растот на меурот на пазарот на недвижности.

Анализите за влијанието на регулативата и супервизијата како главни причини за финансиските дебаланси покажуваат дека експанзијата на билансите на финансиските институции, ефектите од капиталните приливи и моралниот хазард, распонот помеѓу краткорочните и долгорочните стапки се помалку нагласени во економиите каде што

супервизијата и регулацијата биле силни, каде што централната банка била одговорна за супервизијата и регулативата и бариерите за влез биле повисоки (види Taylor, 2009).

#### ***2.2.2.4. Современата финансиска архитектура и односи***

Како што се ширеше кризата на глобално ниво, стануваше сè појасно дека современата финансиска архитектура, која требаше да го менаџира ризикот и да го направи капиталот поевтин и подостапен, на крајот водеше кон креирање на Глобалната криза. Современата финансиска архитектура и односи ги вклучуваат брзиот развој на вонбилансните активности, финансиските иновации кои се манифестираа преку комплексни деривативни инструменти креирани преку процесот на секјуритизација, банкарството во сенка кое остана надвор од досегот на регулацијата, како и довербата во работата на рејтинг-агенциите од страна на регулаторите и инвеститорите<sup>74</sup>.

Една од главните иновации беше процесот на *секјуритизација*, кој водеше кон зголемувањето на комплексните „секјуритизирани“ кредитни аранжмани кои ветуваат високи приноси со низок ризик, благодарение на комплексните техники на аранжирање и дистрибуирање на креираните финансиски инструменти и комплицираните математички модели за нивна евалуација (види поопширно Tymoigne, 2009). Паралелно со секјуритизацијата, брзо се ширеа голем број вонбилансни активности во банкарскиот сектор базирани на распространетиот модел „*originate to distribute*“, каде што заемите беа бргу распродадени на други инвеститори, додека мониторингот на основниот кредитен квалитет беше значајно занемарен поради колективната заблуда дека ризикот е пренесен на некој друг, односно хеџиран. Ова придонесе, од една страна, банките да креираат повеќе кредити во периодот на експанзијата, а од друга страна да држат помалку капитал во однос на потенцијалните загуби и транспарентноста на нивните финансиски позиции за инвеститорите да биде ограничена (види Carmassi, Gros and Micossi, 2009).

Слично на секјуритизацијата, треба да се спомне и брзиот раст на бројот и големината на *хеџ-фондовите* (кои поседуваа средства од околу 1,3 трилиони \$ пред почетокот на кризата). Тие беа меѓу првите учесници во финансиската глобализација, меѓутоа со зголемувањето на нивниот обем, бројот на корисници, новите услуги што ги нудеа и различните шеми на

---

<sup>74</sup> Поради комплексноста и поврзаноста на овие активности/причини непосредно поврзани со глобалната економска криза, на оваа точка ѝ дадовме наслов „Современата финансиска архитектура и односи“, којашто во поширока смисла ќе ги опфати најголемиот дел од финансиската структура и врските. Најголемиот број автори оваа група на причини за глобалната криза ја структурираат во повеќе групи.



диверзификација на ризикот базирани на новите технологии, и тие се вклучија во „гладот за приноси“ и во современата финансиска архитектура (поопширно види Stromqvist, 2009).

Кога зборуваме за секјуритизацијата, неизбежно е да ги спомнеме и *финансиските иновации* кои претставуваа „крвоток“ на глобалната криза. Новите финансиски инструменти се развиваа толку брзо што пазарната инфраструктура и системи не беа подготвени кога тие се најдоа под притисок. Требаше на новите финансиски инструменти да им се даде време да „созреат“ пред нивниот обем еноормно да се зголеми, односно да им се даде време на регулаторите, рејтинг-агенциите, инвеститорите добро да ги анализираат нивната улога и однесување (види поопширно Stulz, 2009).

*Кредитните агенции* се друга алка во современата финансиска архитектура која имаше своја улога во генерирањето на кризата. Кредитните агенции даваа највисок рејтинг AAA на бројни финансиски инструменти (хипотекарни хартии од вредност) за кои во најголем дел по почетокот на кризата се увиде дека имаат најнизок рејтинг (junk status). Причините за неуспехот обично се бараат во конфликтот на интереси, ефективната регулација и неадекватните економски модели што ги користеле. Друг фактор кој наметнал поголем притисок на рејтинг-агенциите е прекумерното засновање на пазарните операции на рејтинзите, што било наметнато со бројни закони и регулативи како услов за реализација на инвестициите во тие инструменти или како фактор при задоволување на пропишаното ниво на капитал (види поопширно White, 2010).

Како дополнување на современата финансиска архитектура се јавуваат и односите кои се воспоставуваат меѓу институциите и субјектите на пазарот – *недостаток на транспарентност и одговорност во финансискиот систем* (хипотекарниот пазар), каде што банките продаваа егзотични хипотеки, посредничките финансиски институции ги продаваа „токсичните“ средства на инвеститорите без страв и одговорност доколку тие договори пропаднат, а понатаму на синцирот се надоврзуваа другите брокери, рејтинг-агенциите и други учесници на пазарот кои ги пренесуваа проблемите понатаму сè додека системот не колабира. На ова се надоврзува и растот на банкарството во сенка – мигрирањето на ризични финансиски активности од банките и регулираните финансиски сфери кон нерегулираните институции (види Jickling, 2010).

Комбинацијата на ниските каматни стапки, ликвидноста во системот, вербата во пазарот, новите технологии и модели, континуируаниот раст на цените на средствата ги поттикна *шпекулативните финансиски сили* кои имаа значајна улога во однесувањето на сите учесници на пазарот и креирање на кризата. Оптимизмот, прекумерното преземање ризик и

зголемувањето на леверицот ги заменија претпазливоста и рационалноста. Шпекулацијата е длабоко вкоренета човекова карактеристика која го забрзува развојот на менталитетот на стадо. Анализата на ова однесување во финансиите покажува дека инвеститорите секогаш не прават оптимални избори: тие размислуваат и донесуваат рационални одлуки во ограничена околина (страдаат од „ограничена рационалност“ и „ограничена самоконтрола“) и го следат и координираат своето однесување и одлуките, т.е. се однесуваат како мравките (Kirman, 2011).

#### **2.2.2.5. Меурот на пазарот на недвижности**

Може да се каже дека еден од главните проблеми кој претставуваше иницијална каписла за глобалната економска криза претставува меурот на пазарот на недвижности во САД и голем број други земји, како Шпанија, Ирска и Велика Британија. Причините што го креираа меурот може да се анализираат во поширока и во потесна смисла. Во поширок контекст, причините што го предизвикаа меурот се идентични со главните причини што ја предизвикаа кризата, додека поконкретно разгледувано, причините се лоцираат во (види поопширно Kiff and Mills, 2007; Taylor, 2007; Taylor, 2008; Carmassi, Gros and Micossi, 2009):

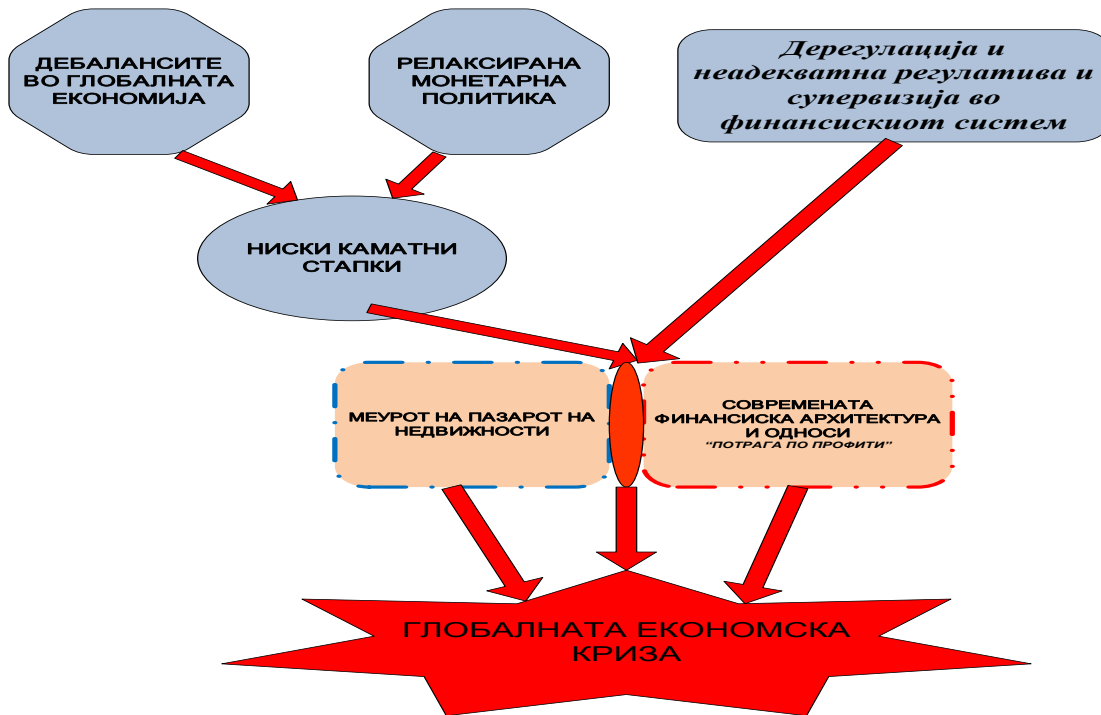
- трендот на ниски каматни стапки, предизвикани од глобалните дебаланси и експанзивната монетарна политика. Механизмот кој ги поврзува кредитните експанзии со кризите вклучува зголемување на леверицот на позајмувачите (и кредиторите) и опаѓање на стандардите за кредитирање – што беше случај со неколку земји погодени од кризата (Шпанија, Исланд, Велика Британија, неколку источноевропски земји итн.);

- политиките на Владата на САД насочени кон обезбедување дом за секого со кои вршеше притисок и влијаеше банките и компаниите спонзорирани од Владата (Fannie Mae и Freddie Mac) да ги олабават стандардите за достапност до хипотекарни кредити и да издаваат различни видови хипотекарни заеми, даночните ослободувања за износот на каматата на хипотеките итн.;

- клучната карактеристика на еден шпекулативен меур – аномалијата на конвергенција на очекувањата која се случи во даденото окружување, кога сè поголем дел од инвеститорите веруваа дека цените на недвижностите можат само да растат, додека ризикот од нивно опаѓање некако исчезнал.

Анализата на причините што ја предизвикаа Глобалната економска криза претставува посебен предизвик, имајќи ги предвид комплексноста на проблематиката и несогласувањето во литературата околу релативното значење и редоследот на нивното настанување и зависност.

Затоа, во продолжение шематски ја прикажуваме генералната слика на причините што ја предизвикаа глобалната економска криза и врските помеѓу нив (види Слика бр.1).



Слика бр.1 - Причини за глобалната економска криза

### 2.2.3. Еволуција на Глобалната економска криза - канали и механизми на трансмисија

Глобалната економска криза еволуираше преку неколку фази и се прошири преку многу трансмисиони канали. Катализатор на кризата беше „прегреаниот“ пазар на недвижности и хипотеки во САД (поддржан од релаксираната монетарна политика, глобалните дебаланси и трендот на дерегулација). Предизвикувач претставуваше големиот и брз пад на цените на недвижностите во САД, делумно предизвикан од циклусот на затегнување на монетарната политика, не заборавајќи го пазарот на хипотеки (новата финансиска архитектура) како главен иницијатор за последователните кризи кои се проширија низ сите сектори на економијата. Кризата најпрвин го зафати пазарот на хипотеки во САД, потоа набрзо се прошири на пошироките пазари на недвижности и другите финансиски пазари во САД (посебно зафаќајќи ги пазарите на „asset-backed“ хартии од вредност итн.). Изненадувачки беше степенот и брзината

со која кризата се пренесе на глобално ниво, што се случуваше низ неколку фази и различни трансмисиони механизми<sup>75</sup> (види Claessens at all., 2010; BIS, 2009).

*Првата фаза* беше преку директната изложеност. Оваа фаза беше ограничена на банките (и другите финансиски институции) кои беа директно изложени на финансиските пазари во САД. Преку директната изложеност на хипотекарните пазари и инструментите кои беа креирани на тие пазари, проблемите брзо излегоа на површина и помеѓу европските банки (на пример, во германската ИКВ во јули 2007 г. и француската BNP Paribas во август 2007 г.). Овие настани предизвикаа меѓубанкарски и ликвидносни проблеми на голем број пазари, имајќи ги предвид и проблемите што се појавија на неколку пазари на недвижности во Западна Европа како резултат на стресот на хипотекарниот пазар на недвижности во САД. Влошувањето на состојбата на хипотекарните пазари во САД над очекувањата беше следено со брзо намалување на рејтинзите од страна на рејтинг-агенциите, кои беа критикувани дека не се во состојба точно да го утврдат рејтингот на сложените хипотекарни хартии од вредност и за нивните блиски релации со издавачите на истите. Овие намалувања уште повеќе ги разлишаа пазарите и довербата на инвеститорите (counterparty risks), што доведе до остро зголемување на каматните стапки (проширување на каматниот јаз) на хипотекарните хартии од вредност, нарушување на меѓубанкарските и пазарите на комерцијални хартии од вредност и остра контракција на пазарите за хипотекарните хартии од вредност.

*Втората фаза* на меѓународното прелевање на кризата беше преку пазарите на средства. Ова се ефектуираше преку недостиг на ликвидност, замрзнување на кредитните пазари, остро намалување на цените на хартиите од вредност на светските берзи, како и флукуации на девизните курсеви (еврото, швајцарскиот франк, фунтата). Иницијалниот одговор на економската политика беше силен и брз (без преседан во досегашната историја) – главните централни банки обезбедуваа ликвидност за комерцијалните банки. Иако политиките се разликуваа од земја до земја (ликвидносните инјекции, опфатот на колатералот кој се земаше предвид и другите мерки), тие покажаа само краткорочни ефекти и се покажа дека е тешко да се справат со ситуацијата која еволуираше – стабилизирање на финансискиот сектор и намалување на ефектите на реалниот сектор. Избрзаните, недоследно спроведуваните и слабите резултати од интервенциите на економската политика креираа уште повеќе нарушувања, губење на довербата

---

<sup>75</sup>За детална разработка на еволуцијата на кризата и нејзиното прелевање на глобално ниво види: BIS 79<sup>th</sup> Annual Report, Chapter II “The global financial crisis”, June 2009. Достапно на: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>

помеѓу кредиторите и инвеститорите и рушење на пазарниот механизам кој се засноваше на неа (што ја пролонгираше кризата – види поопширно Taylor, 2008).

*Третата фаза* се карактеризираше со големи проблеми во солвентноста, кои следеа по колапсот на „Леман Брадерс“ (Lehman Brothers). Во октомври 2008 г., проблемите со солвентноста почнаа да се манифестираат кај систематски важните глобални финансиски институции, што водеше до масовни продажби и зголемување на ризиците за финансиски колапс. Во оваа фаза, ризиците и грижите околу ликвидноста почнаа да се менуваат со загриженоста за солвентноста, имајќи ја предвид високата изложеност (левериџ) на финансиските системи. Високото ниво на левериџ, посебно кај инвестициските банки во САД и комерцијалните банки во Европа, го правеше финансискиот систем осетлив на обидите за присилно намалување на левериџот и ги зголемуваше притисоците на солвентноста. Финансиските институции почнаа да бележат огромни загуби и да ги отпишуваат неликвидните хартии од вредност, следеше остро зголемување на продажбите на средствата (недвижностите и на хартиите од вредност издадени врз основа на нив), што водеше до понатамошен пад на цените на средствата, зголемување на потребите од рекапитализација и понатамошна ерозија на довербата на пазарите. Во решавањето на оваа ситуација своја улога имаше задоцнетото утврдување на проблемите со солвентноста, како и мерките/пакетите за нивно надминување кои се покажаа неефикасни и непредвидливи во практика. Недостатоците во пакетите мерки што ги преземаа развиените економии, вклучувајќи го тука ограничениот опфат (пр., инвестициските банки и осигурителните компании не беа покриени), ограничената координација (пр., помеѓу осигурувањето на депозитите и позајмувањето во крајна инстанца) и ненавремената и бавна реакција (како резултат на недефинирани рамки за работење на банките во определени ситуации) водеше до понатамошно интензивирање на проблемите. Во оваа фаза, многубројните канали на глобалната трансмисија на кризата се одвиваат преку банките и небанкарските институции кои настојуваат брзо да го намалат нивото на левериџ. И покрај координираното намалување на каматните стапки на главните централни банки, проширувањето на гаранциите во определени пазарни сегменти во некои земји и преземањето голем број мерки и политики кои се без преседан во економската историја, довербата на пазарите продолжи да се намалува, што водеше кон спиралата од негативни ефекти и последици во: финансискиот сектор (работењето на банкарските и небанкарските финансиски институции), реалниот сектор (економската активност, потрошувачката, невработеноста, стандардот на живеење, глобалните цени на производите и услугите итн.), надворешниот сектор (надворешнотрговската размена, билансот

на плаќања и тековните сметки, странските директни инвестиции, девизните позиции итн.) и фискалниот сектор во голем број земји (должничката криза во Европа), кои се чувствуваат и денес.

Презентираната еволуција и трансмисионите канали на кризата се различно структурирани во различни анализи, во зависност од длабочината на анализата, меѓутоа тие структури битно не се разликуваат. Тука би сакале да ја спомнеме и еволуцијата на кризата според Банката за меѓународни порамнувања (BIS), која неа ја структурира во пет фази (види BIS, 2009): првата фаза (од јуни 2007 г. до средината на март 2008 г.) во која примарниот фокус е на ликвидносните проблеми, загубите на банките и намалувањето на вредноста на средствата. Како резултат на тоа, во втората фаза (од средината на март до средината на септември 2008 г.) се зголемуваат проблемите поврзани со солвентноста и ризиците од пропаѓање на банкарски институции. Еден таков колапс – пропаѓањето на „Леман Бродерс“ на 15 септември ја вовлекува глобалната економија во третата најинтензивна фаза, која се карактеризира со глобално губење на довербата во пазарите, поткрепено со бројните интервенции од страна на креаторите на политиките. Во четвртата фаза (од крајот на октомври 2008 г. до средината на март 2009 г.) пазарите полека се приспособуваат на негативните трендови на глобалниот економски развој, додека во петтата фаза (почнувајќи од средината на март 2009 г.) се појавуваат првите знаци на оптимизам на глобалните пазари, но во услови на сè уште присутни негативни макроекономски и финансиски вести на глобално ниво.

Посебно важен дел во анализата на еволуцијата и трансмисионите канали на глобалната криза претставува пренесувањето на кризата во Европа и креирањето на должничката криза. Трансмисијата на кризата во Европа најчесто се поврзува со: поврзаноста и директната изложеност на контаминираните пазари на хартии од вредност во САД, влијанието на падот на довербата и богатството врз побарувачката, глобалната трговија и спецификите на европските економии (задолженоста, кредитните експанзии и бумовите на пазарите на недвижности) итн. (види поопширно European Commission, 2009; Dadush at all., 2010; SESRIC, 2011)<sup>76</sup>.

---

<sup>76</sup> Имајќи ја предвид посебноста и обемноста на оваа проблематика, таа нема да биде посебно елаборирана во оваа глава. Осврт на материјата која ги засега економските политики ќе биде направен во третата глава од дисертацијата.

## **2.2.4. Последици од Глобалната економска криза на глобалната економија**

Во продолжение, накратко ќе бидат елаборирани трендовите на главните економски индикатори од кои може да се утврдат последиците од кризата врз глобалната економија. Анализата ќе биде структурирана во четири клучни точки – финансискиот сектор, реалниот сектор, надворешниот сектор и фискалниот сектор, при што таа ќе биде фокусирана на групи земји или региони на глобално ниво (исклучок може да претставуваат доминантните економии на глобално ниво).<sup>77</sup>

### **2.2.4.1. Ефекти врз финансискиот сектор**

„Финансиските пазари главно вклучуваат алокација на ресурсите. За нив можеме да размислуваме како за мозок на целиот економски систем... ако тие се во колапс, нема да се намалат само профитите во тој сектор, туку можат да нанесат штета на функционирањето и перформансите на целиот економски систем“ (Stiglitz, 1993, стр. 23).

Како што финансискиот сектор може значајно да придонесе за брз економски раст, исполнувајќи ги неговите функции и функционирајќи ефикасно, исто така, не може да се отфрли констатацијата дека за неговото ефективно и ефикасно функционирање од пресудно значење е стабилноста на финансискиот систем. Финансиската нестабилност може да го наруши процесот на посредување, водејќи кон неефикасна алокација на инвестициите и намалување на средствата расположливи за инвестирање. Ова понатаму значајно придонесува за субоптимално функционирање на реалниот сектор (види Tennant, 2010).

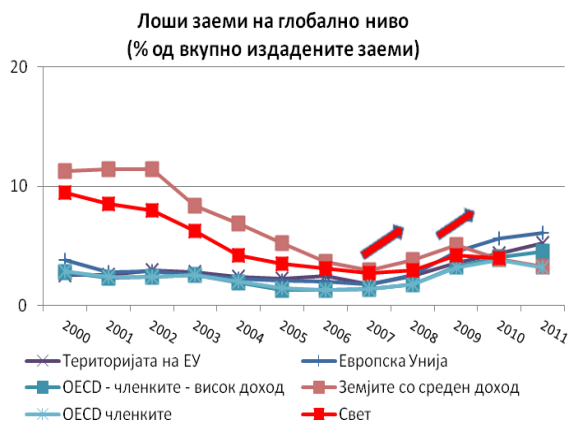
Глобалната економска криза која започна како финансиска имаше далекусежни последици – најпрвин на финансиските пазари во САД, подоцна проширувајќи се на глобално ниво. Ефектите најпрвин се манифестираа во финансискиот сектор, а потоа, преку повеќе канали, директно или индиректно, се пренесоа и во другите сектори на економијата. Опасноста од системска финансиска криза почна да се материјализира од 2008 г. со пропаѓањето на Lehman Brothers, пропаѓањето и преземањето на Bear Stearns, спасувањето на Fannie May и Freddie Mac

---

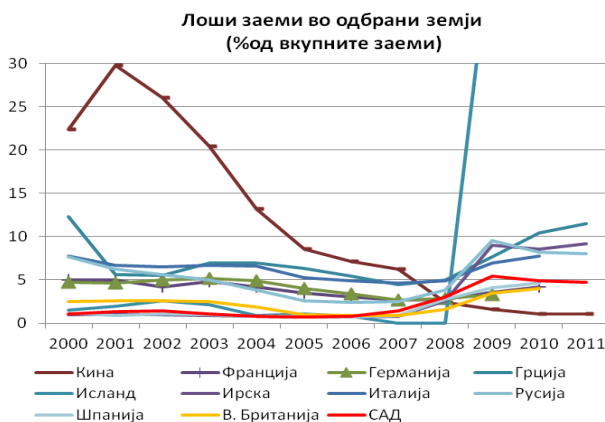
<sup>77</sup> Поради ограниченоста на просторот и ширината на оваа проблематика, анализата ќе биде фокусирана на групи земји или региони на глобално ниво без да се навлегува во конкретните причини и состојби на поединечните региони или земји и без претензии детално да се анализираат нивните движења по години. Табелите со конкретните вредности за секој графички приказ се дадени во Анексот на докторскиот труд.

и AIG во САД, понатаму проблемите на европските банки Northern Rock, Fortis, Landesbank Sachsen, Bradford & Bingley, Hipo Real Estate и Dexia, голем број банки во Исланд и Шпанија итн. Проблемите со ликвидноста и солвентноста предизвикани од меурите на пазарите на недвижности и новата финансиска архитектура ги забавија или потполно ги запреа основните функции на финансискиот сектор – да обезбедува доволно финансиски средства и рационално да ги алоцира финансиските ресурси. Како последица на тоа, имајќи ја предвид и недовербата во пазарите која нагло се зголемуваше, цените на недвижностите, хартиите од вредност и вредноста на бизнисите континуирано опаѓаше, додека кредитните критериуми остро се затегнуваа, а кредитната активност на финансиските институции нагло се намалуваше. Сето тоа влијаеше на богатството на економските агенти и на нивната инвестициска активност/потрошувачка, што понатаму ја забавуваше економската активност. Имајќи предвид дека заемите дадени од банкарскиот сектор (посебно хипотекарните) се првата слаба алка од која се затегна ланецот на новата финансиска архитектура, во продолжение, на графиконите бр. 2.6 и 2.7 го претставуваме нивото на лоши заеми на глобално ниво по региони во светот и по поединечни одбрани економии.

Графикон бр.2.6



Графикон бр.2.7



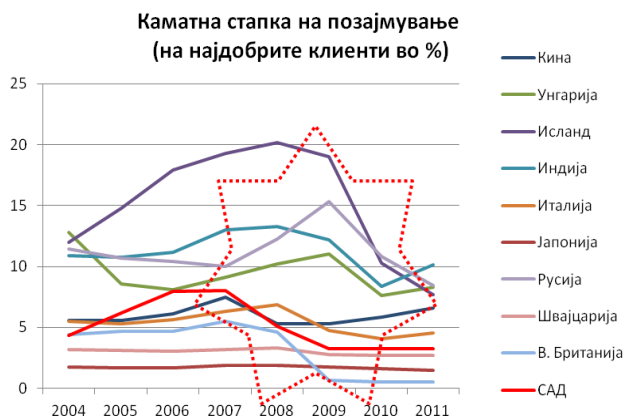
Извор: International Monetary Fund, Global Financial Stability Report

Од графиконите се гледа дека по општиот тренд на намалување на лошите заеми почнувајќи од 2001/2002 г., од почетокот на кризата (почнувајќи од 2007 г.) овој индикатор бележи нагло зголемување кај сите групи земји и скоро кај секоја од претставените економии (со исклучок на Кина и Германија), како и нивно одржување на високо ниво до денес. Трендот на зголемување на лошите заеми во годините по кризата на глобално ниво се задржува во ЕУ и OECD (земји со висок доход), додека најголемо зголемување на лошите заеми од селектираните економии бележат Исланд, Грција, Ирска и Русија.

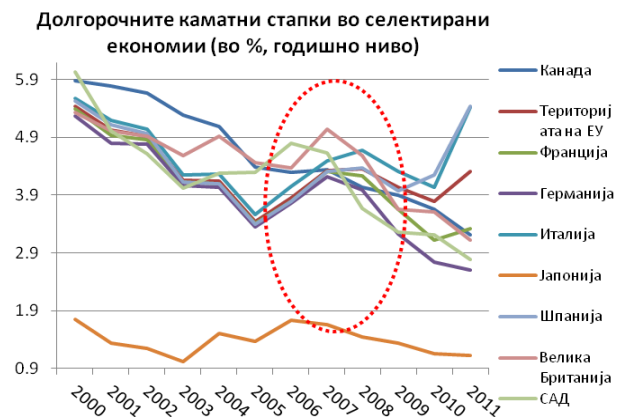


Лошата финансиска состојба во која се најдоа голем дел од финансиските институции влијаеше директно на двата столба кои ги движат финансиските ресурси – каматните стапки и критериумите/стандардите за финансирање. Практиката кај најголем дел од економиите во светот во последната деценија - да одржуваат ниско ниво на каматни стапки и релаксирани кредитни критериуми, се замени со зголемување на каматните стапки и намалена кредитна активност, како и построги кредитни критериуми. Перцепцијата на економските агенти/инвеститорите за неизвесноста (аверзијата кон ризик), како и ризиците со кои во иднина ќе се соочуваат одделни економии (ликвидносните и кредитните ризици) придонесоа кон трендот на зголемување на долгорочните каматни стапки (на државните обврзници) во селектираните економии (види графикон бр.2.9).

Графикон бр.2.8

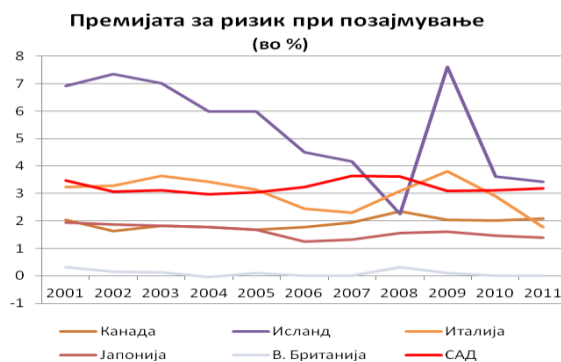


Графикон бр.2.9



Извор: , International Financial Statistics, International Monetary Fund, April 2012

Графикон бр 2.10



Извор: International Monetary Fund, International Financial Statistics database.

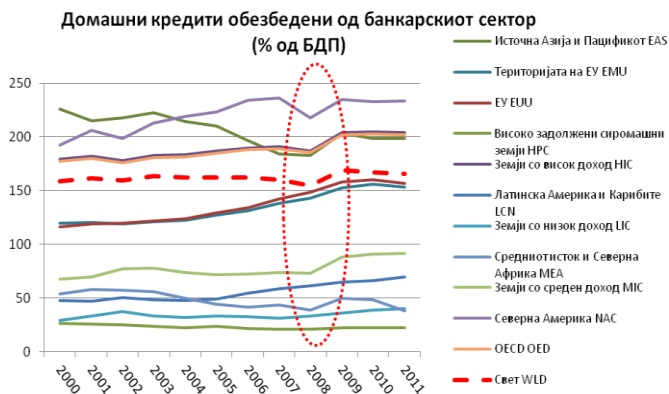
Каматните стапки за кредитирање на првокласните клиенти најпрвин почнуваат значајно да се зголемуваат во САД, В. Британија и поблаго во Кина, понатаму како што глобалната криза се шири, трендот на зголемување на каматните стапки ги зафаќа и Индија, Русија, Исланд, Италија итн. (види графикон бр. 2.8). Најголем пораст на каматните стапки на државните обврзници бележат САД, Британија, Италија и Шпанија, додека најнизок е порастот на

каматната стапка на Јапонија и Германија. Доколку се погледнат долгорочните каматни стапки во периодот 2010/2011 г., ќе се забележи дека тие остануваат забележително високи во ЕУ

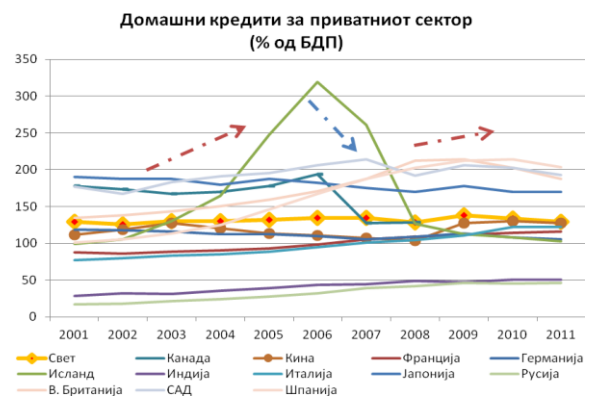
(посебно во Шпанија и Италија), што покажува присуство на продолжен ризик во регионот. На графиконот бр. 2.10 е прикажана премијата за ризик (каматната стапка дадена на првокласните клиенти минус каматната стапка на државните хартии од вредност) во селектирани економии. Од графиконот се гледа зголемувањето на премијата за ризик веднаш по отпочнувањето на кризата во САД, Јапонија, В. Британија и Канада, како и подоцнежните ефекти врз Исланд и Италија во 2008/2009 г.

Ризикот, несигурноста и недостигот од финансиски средства (на меѓународните и домашните пазари) водеа кон тренд на заострување на кредитните критериуми и намалување на обемот на кредити што банкарските институции ги пласираат во економијата, што дополнително ја влошуваше ситуацијата и ги трансферираше негативните шокови во реалниот сектор. На графиконите бр. 2.11 и 2.12 подолу е прикажана динамиката на кредитната активност преку банкарскиот сектор по групи земји и во одбрани економии.

Графикон бр.2.11



Графикон бр.2.12



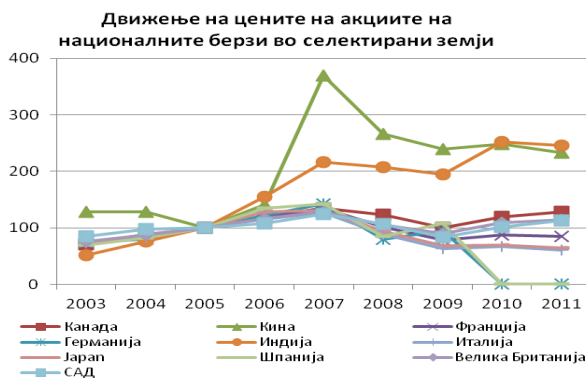
Извор: International Monetary Fund, International Financial Statistics, и World Bank and OECD GDP проценки.

Од графиконите се гледа намалувањето на кредитната активност на глобално ниво (види свет), како и по групи земји и во поединечни економии. Она што може да се утврди од графичкиот приказ е дека најголем пад на кредитната активност имаат економиите кои во минатиот период (почнувајќи од 2000 г.) имаа побрз раст во однос на другите економии, каде што кредитниот раст бил поскумен. На глобално ниво, тоа се земјите со високо ниво на доход, OECD и Северна Америка, додека пад не е забележан во ЕУ. Доколку се погледнат поединечните економии, евидентен е падот кај Исланд, САД, Јапонија, Канада, Кина, додека забележителен раст на кредитната активност во услови на криза забележуваат Шпанија, В. Британија, Италија, Франција. Имајќи го предвид тоа, можеме да заклучиме дека европските економии за време на кризата не ја намалија кредитната активност, што понатаму

претставуваше една од причините за високите буџетски дефицити и нивото на јавен долг во одделни земји, отворајќи го патот на должничката криза во еврозоната.

На крај, правиме осврт на пазарите на хартии од вредност (берзите), местото каде што најбрзо се манифестираат последиците од економските потреси (глобалната криза) – несигурноста на инвеститорите, аверзијата кон ризик, недостигот од финансии, вредноста на средствата (види графикони бр. 2.13 и 2.14). Ова е од особена важност имајќи го предвид фактот дека намалувањето на вредноста на хартиите од вредност (вредноста на средствата/недвижностите) има директен ефект на доходот на домаќинствата и потрошувачката, додека намалената вредност на компаниите се одразува на нивната инвестициска активност. Тука не треба да се занемари и огромниот пад на цените на пазарот на недвижности кој, исто така, имаше значајно влијание на доходите и на кредитната способност на домаќинствата во засегнатите економии.

Графикон бр.2.13



Извор: Standard & Poor's, Global Stock Markets Factbook

Графикон бр.2.14



Извор: International Financial Statistics (IFS), IMF Stat.

Од графиконот бр.2.13 се гледа константниот глобален пораст на цените на хартиите од вредност во периодот пред кризата (најголем пораст забележуваат Кина и Индија), како и наглиот пад по отпочнувањето на кризата. Слична е состојбата и со вредноста на компаниите на глобално ниво пред кризата и падот на нивната вредност при првите сигнали за финансискиот колапс. Така, глобалната вредноста на компаниите значајно се намали, од 119% од БДП во 2007 г. на 59% од БДП во 2008 г. (види графикон бр. 2.14). Најголем раст на вредноста на компаниите и најголем пад веднаш по отпочнувањето на кризата бележат Северна Америка, земјите со висок доход и ОЕСД. Ова покажува дека првичниот удар од глобалната криза најсилно се почувствувал во развиените економии, меѓутоа имуни не останале и другите економии, каде

што последиците беа поблаги при првиот бран, но подоцна се пренесуваа и засилуваа преку повеќе канали.

## 2.2.4.2. Ефекти врз реалниот сектор

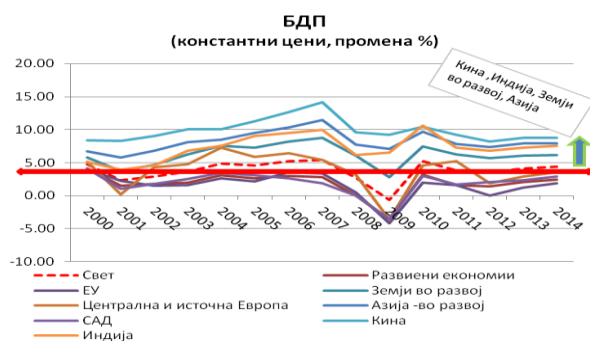
### 2.2.4.2.1. Економска активност

На почетокот од кризата постоеше несигурност дали таа ќе се пренесе на остатокот од економијата, како и дискусија за начинот на кој другите економии (посебно земјите во развој) можат да се изолираат од кризата што ги зафати САД (кои воедно претставуваат и најголем пазар за голем број економии). Надежта беше дека кризата ќе се ограничи само на финансиските пазари со малку реперкусии на другите пазари и остатокот од светот. Меѓутоа сите очекувања и претпоставки се срушија на 8 септември 2008 г., кога кризата влезе во акутна фаза со силни надолни притисоци на пазарите на хартии од вредност и недвижности, зголемена променливост на девизните курсеви, намалување на довербата во пазарите, како и контракција на побарувачката и на потрошувачката. Сето тоа водеше до пад на индустриското производство и намалување на меѓународната трговија и тековите на капитал и значајно намалување на стапките на раст, предизвикувајќи зголемување на невработеноста во голем број економии во светот (види Allen and Carletti, 2009).

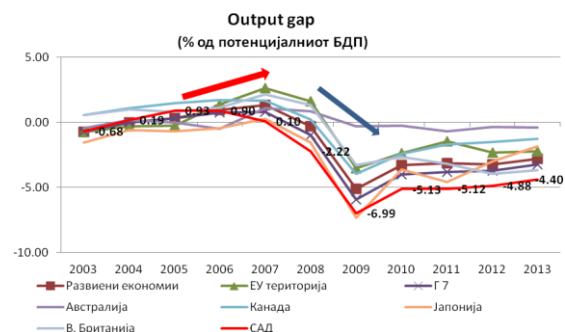
Каналите на трансмисија на финансиската криза во економска криза се многубројни и тие се често елаборирани и анализирани: монетарниот канал, кредитниот канал, цената на капиталот, ефектите врз богатството, недовербата и несигурноста, променливоста на девизните курсеви итн. (поопширно види кај Furceri and Mourougane, 2009).

Во продолжение се претставени движењата на стапките на раст на групи земји и поединечни економии на глобално ниво од периодот пред кризата до денес, вклучувајќи ги прогнозите на ММФ и за следниот период.

Графикон бр.2.15



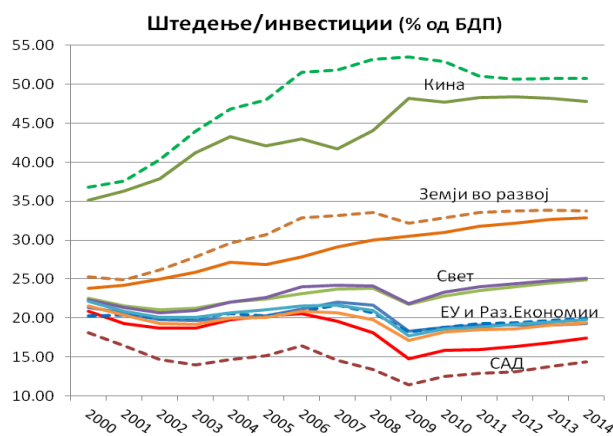
Графикон бр.2.16



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

Од графиконот бр.2.15. се гледа евидентниот раст на БДП на скоро сите групи земји почнувајќи од 2001 г. до почетокот на кризата, како и нивниот остар пад за време на кризата како и периодот на закрепнување. Најголем раст во преткризниот период имаа Кина, Индија и азиските економии, додека од друга страна падот на нивните стапки на раст е поблаг во споредба со останатите економии. Најголем пад на бруто-домашниот производ во 2009 г. бележат ЕУ (4,21%), ЦИЕ (3,6%), САД (3,5%) и развиените економии (3,65%). Сликата за движењето на економската активност ја надополнуваме со претставување на јазот во производството (види графикон бр.2.16) од кој уште појасно се гледа падот на економската активност, намаленото искористување на факторите на производство и процесот на закрепнување на економиите. Со исклучок на Јапонија и Австралија, кои имаа негативен или скромно позитивен производствен јаз во периодот пред кризата, сите останати групи на земји во наведениот период имаат позитивен јаз, што ја потврдува тезата дека глобалната економија во тој период се наоѓала во фаза на експанзија. Глобалната криза ги промени тие текови и придонесе најголем дел од економиите да навлезат во контракција, недоволно искористување на

Графикон бр 2.17



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

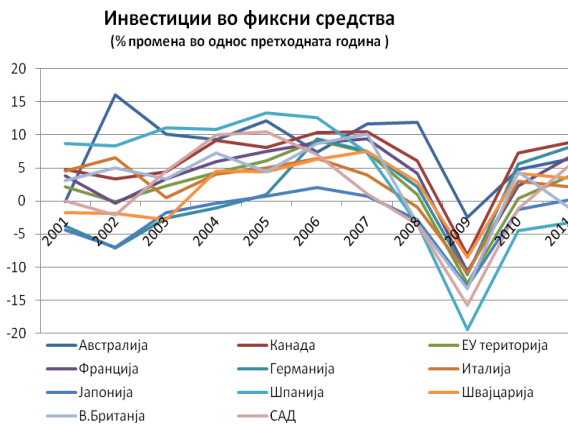
факторите на производство и негативни производствени јазови. Притоа, најголемо негативно отстапување од потенцијалниот БДП во 2009 г. (кога падот е најевидентен) бележат Јапонија (7,33%), САД (7%), ЕУ (3,53) или развиените економии (5,12%). Посебно интересен е фактот кој се однесува на степенот и временскиот период на закрепнување на економиите од глобалната криза. Така, според предвидувањата на ММФ, дури во 2017 г. најголем дел од економиите ќе почнат сериозно

да закрепнуваат и да се приближат до своето потенцијално ниво на економска активност.

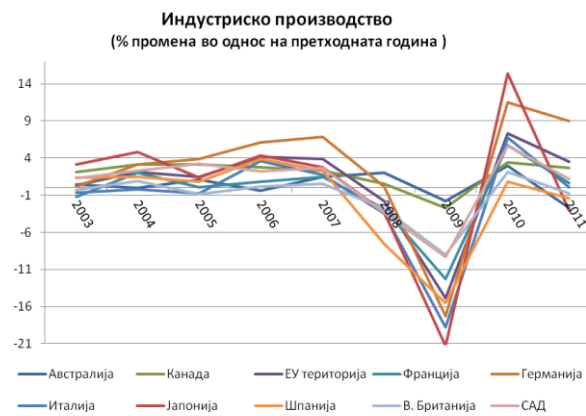
Ефектот врз доходот и богатството на економските агенти, недовербата во финансиските системи и неизвесноста за идните економски движења го намалува потенцијалот за штедење (види го графиконот бр.2.17). Од друга страна, намаленото штедење, затегнатите кредитни услови, намалената кредитна активност и покачената цена на капиталот влијаат на намалување на инвестициите. Најголем пад на инвестициите во фиксни средства во 2009 г. бележат: САД (15,8%), В. Британија (13,3%), Јапонија (12,8%) и ЕУ (12,4%) (види го графиконот бр. 2.18.). Во

тој поглед, интересно е да се нагласи, од една страна, трендот на зголемување на инвестициите во земјите во развој (посебно Кина) и намалувањето на нивното штедење (намалување на позитивниот јаз на штедење) како резултат на пренесувањето на ефектите од кризата, и од друга страна, трендот на намалување на инвестициите и штедењето во развиените економии (САД и ЕУ).

Графикон бр.2.18



Графикон бр.2.19

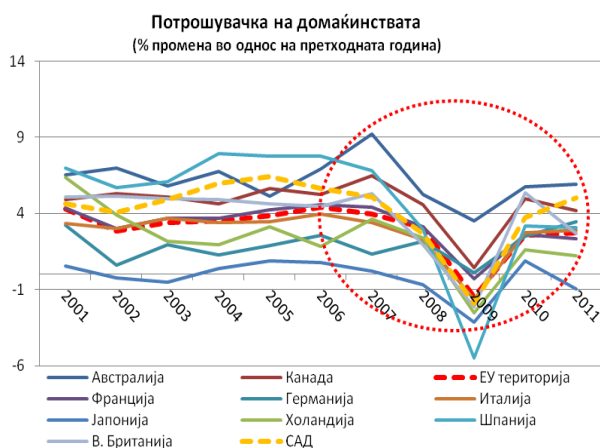


Извор: International Financial Statistics (IFS), Principal Global Indicators, IMF Stat.

Доколку на намалените инвестиции и штедење на глобално ниво го додадеме остриот пад на агрегатната побарувачка и на меѓународната трговија, воопшто не изненадува остриот пад на индустриското производство кој има значајно долгорочно влијание на економската активност. Притоа, најголем пад на индустриското производство бележат: Јапонија (21,3%), Италија (18,7%), Германија (17,3%), Шпанија (15,5%), Франција (12,3%), и ЕУ (14,9%) (види го графиконот бр. 19).

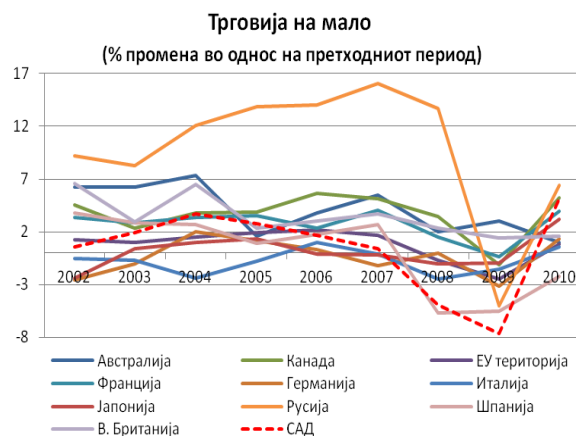
Ерозијата на богатството на граѓаните поради колапсот на цените на средствата, заострувањето на кредитните стандарди, намалената понуда на кредити, порастот на нивната цена и аверзијата кон ризик, несигурноста за иднината и зголемувањето на невработеноста имаа силно влијание на намалувањето на потрошувачката и на мултиплицираните ефекти на доходот и стандардот на живот.

Графикон бр. 2.20



Извор: International Financial Statistics (IFS), Principal Global Indicators, IMF Stat.

Графикон бр.2.21



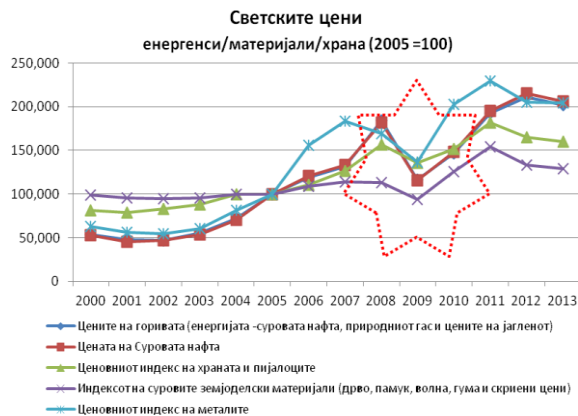
Извор: OECD Main Economic Indicators, Principal Global Indicators, IMF Stat.

На графиконите бр. 2.20 и 2.21 се гледа порастот на потрошувачката на домаќинствата и трговијата на мало во периодот пред кризата, како и нивниот пад за време на кризата и бавното закрепнување по кризата. Најголем пад на потрошувачката имаат Шпанија (5,5%), Јапонија (3,1%), САД (1,8%), В. Британија (2,1%) и Холандија (2,5%). Најголем пад на трговијата на мало е забележан во САД (7,6%), Шпанија (5,5%) и Германија (3,1%), додека Русија забележува најголем раст (16%) во 2007г., во 2008 г. (13,7%) и голем пад (5%) во 2009 г.

#### 2.2.4.2.2. Инфлација

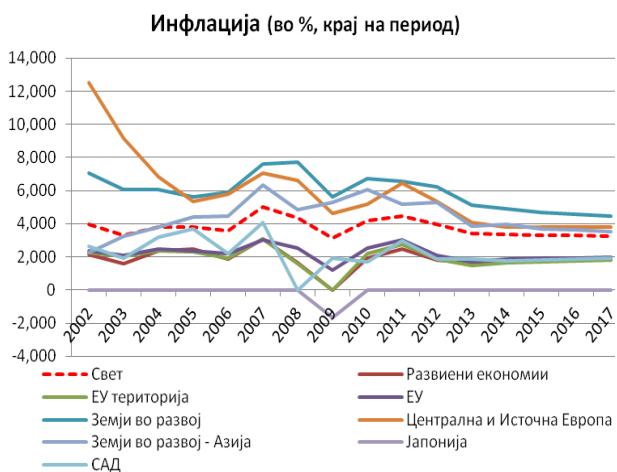
Контракцијата на побарувачката на глобално ниво за добрата кои се тргуваат (на страната на побарувачката) и влошувањето на финансиските позиции на производителите и понудувачите на тие добра (на страната на понудата) силно придонесоа за пад на цените на суровините (види графикони бр. 2.22 и 2.23). Многу земји извозници на суровини, посебно Западна Азија, Африка и земјите во транзиција, кои имаа полза од бумот на цените пред кризата, сега се соочуваат со надолен тренд на побарувачката и цените на глобално ниво од кои силно зависат приходите од нивниот извоз. Во повеќе од 90 земји во развој, 50% од извозот отпаѓа на извоз на суровини на меѓународните пазари (47 од нив не се извозници на нафта), а за голем дел од останатите економии во развој, приходот од извозот на суровини се движи помеѓу 20 и 50%. Според тоа, во голем дел од овие економии, намалувањето на цените на глобалните пазари во услови на криза значајно влијаеше на намалување на приходите на производителите, приходите на државите, зголемување на задолжувањето и влошување на платно-билансната состојба итн. (види United Nations, 2008; UNCTAD. 2009)

Графикон бр. 2.22



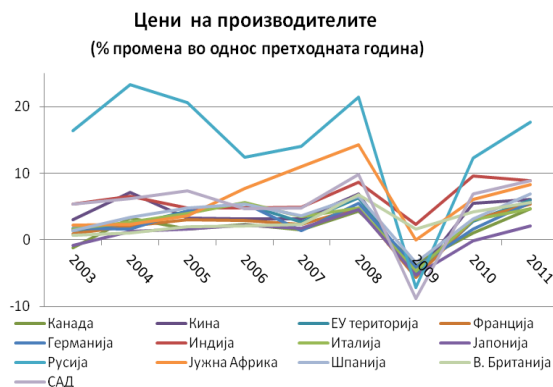
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

Графикон бр. 2.24



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

Графикон бр. 2.23



Извор: International Financial Statistics (IFS), Principal Global Indicators, IMF Stat.

Падот на цените за време на Глобалната криза, како и нивниот значителен пораст пред кризата, може да се објасни со порастот на цените на храната и горивата на глобално ниво. Најголем пад на општото ниво на цени во периодот 2007-2009 г. бележат САД (2,17 п.п.), ЕУ (3,1 п.п.), ЦИЕ (2,5 п.п.) и Средниот Исток и Јужна Африка (5,47 п.п.). Значајно е да се спомне дека, иако цените на храната и

енергијата во скоро сите економии на глобално ниво значајно се намалија во првиот бран од кризата, цените на енергенсите/материјалите/храната многу бргу се вратија на нивоата кои се повисоки од оние пред почетокот на кризата (види го графиконот бр. 2.22) Како резултат на трендот на пораст на цените на енергијата и храната, и покрај падот на потрошувачката, трговијата на мало и намалената глобална побарувачка, инфлацијата во голем дел од економиите на глобално ниво полека се враќа на нивото од пред кризата (во 2012 г. најголем дел од анализираните економии го достигнаа нивото од 2006 г.). Според проценките на ММФ, до 2017 г. ќе следи период во кој општото ниво на цени во голем дел од економиите ќе биде релативно ниско и стабилно (види го графиконот бр. 2.24).



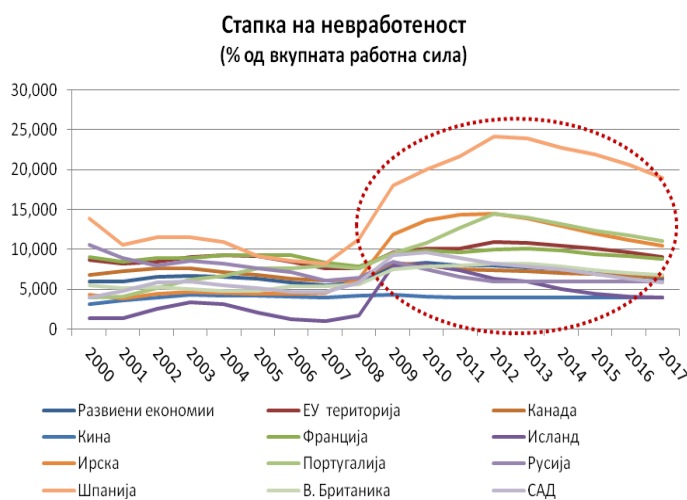
### 2.2.4.2.3. Невработеност

Падот на глобалната побарувачка, намалувањето на инвестициската и економската активност, колапсот на голем број финансиски институции, неизвесноста за идните економски движења, како и активните политики на државите за стимулирање на побарувачката и вработеноста се главните варијабли кои го детерминираат движењето на стапката на невработеност во економиите во услови на Глобалната економска криза.

Вообичаено, компаниите и бизнисите реагираат на падот на економската активност со промена во нивото на вработеноста само доколку нивните перцепции за идните економски движења се исклучително негативни. Во прв план, при пад на побарувачката компаниите реагираат со задржување на постојното ниво на вработеност и зголемување на залихите. Доколку ситуацијата понатаму се влошува, компаниите преминуваат на намалување на работното време и на прекувремената работа и доколку негативните очекувања почнат да се остваруваат, дури тогаш спроведуваат отпуштање на вработените. Оваа одложена реакција се потврдува преку фактот што стапките на невработеност во најголем дел од економиите го

достигнаа врвот во 2010/2011 г. (види го

Графикон бр. 2.25



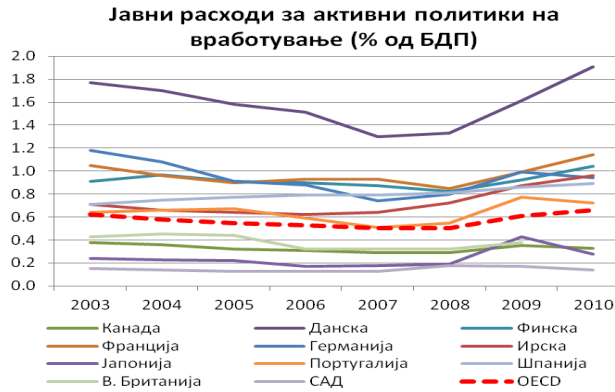
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

графиконот бр. 2.25). Од графиконот се гледа најпрвин благиот тренд на намалување на стапката на невработеност пред кризата, значајниот пораст на стапката на невработеност во периодот по почетокот на кризата 2007/2008 г., како и тенденцијата високите стапки на невработеност во најголем дел да се одржат релативно подолг период по стивнувањето на ударот на кризата (според проценките на ММФ, дури и во 2017 г., во дел од економиите, стапките

на невработеност ќе бидат повисоки од оние пред кризата). Стапката на невработеност во 2010 г. забележа најголем скок кај: земјите кои се главни актери во должничката криза во ЕУ: Шпанија (21%), Ирска (14%), Португалија (11%) и Исланд (8,2%); додека не заостануваат и развиените економии (како група 8,3%) или поединечно: САД (9,7%), Франција (9,8%), Канада и В. Британија (7,8%) и ЕУ (10,1%). Исклучок од трендот на пораст на стапката на

невработеност се јавува само кај Кина, чијашто стапка целиот период се движи блиску до 4%. Според предвидувањата на ММФ, високите стапки на невработеност ќе се задржат дури до 2017 г.: Шпанија (19%), Ирска (10,5%), Португалија (11%), развиените економии (како група 6,4%), Франција (8,8%), В. Британија (6,7%) и ЕУ (9,1%).

Графикон бр. 2.26

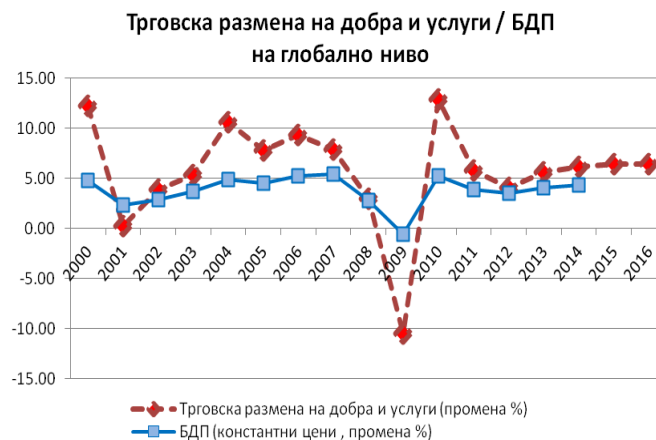


Извор: OECD Employment and Labour Market Statistics (database)

информации за слободни работни места и бесплатна преквалификација итн., што придонесе во спречувањето на падот на вработеноста, иако претставуваа скромен товар на буџети во кризни услови<sup>78</sup> (види го графиконот бр. 2.26).

### 2.2.4.3. Ефекти врз надворешниот сектор

Графикон бр 2.27



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

Во екот на глобалната економска криза, голем број држави донесуваа различни фискални мерки со кои се настојуваше да се намали невработеноста и да се стимулираат вработувањата. Станува збор за посебни флексибилни работни аранжмани и специјални шеми на вработување со кои се дозволува флексибилност при дефинирањето на работните часови, намалување на прекувремената работа, стимулации за компаниите кои вработуваат лица,

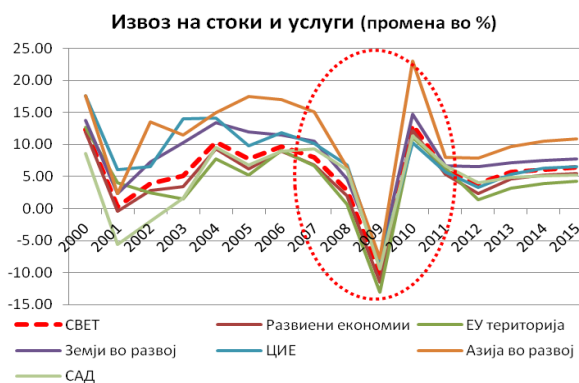
Глобалната економска криза влијаеше на надворешниот сектор преку неколку канали, од кои некои се очигледни и често елаборирани, додека некои се помалку присутни во дискусиите. Еден од најочигледните и главните канали на трансмисија на ефектите претставува намалувањето на побарувачката од домаќинствата и бизнисите, што директно води кон намалување на увозот и извозот на глобално ниво. Кризата наметна потреба од

<sup>78</sup> Поопширно за активните политики за вработување, а посебно за влијанието на клучните политики (фискална и монетарна) за генерирање на вработување и намалување на сиромаштијата види кај Epstein, 2009, ILO, Employment Working Paper No. 37

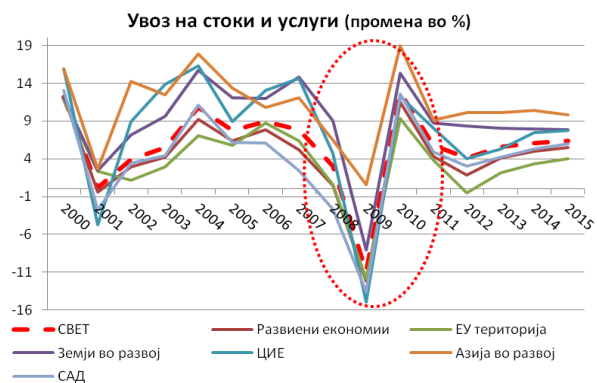
значајна ревизија/преоценување на ризикот кој постои на пазарите од страна на домаќинствата и бизнисите. Со падот на довербата во системите, банките повеќе не позајмуваат по цена и обем како порано (трговските кредити во такви услови се тешко достапни). Во услови на пораст на нивото на недоверба и перцепција за ризиците значајно расте цената на капиталот и недовербата на државите да позајмуваат капитал меѓу себе. Ова предизвикува намалување на тековите на капитал, што води до контракција на дефицитите и суфицитите на тековните сметки на економиите. Спроведувањето на овие приспособувања се одвива преку промените на реалните девизни курсеви, што влијае на релативните цени помеѓу разменливите и неразменливите производи и, оттаму, на побарувачката и понудата на извоз и увоз. Падот на производството, трговијата и вработеноста во такви услови отвора потреба од интервенција од страна на креаторите на економските политики, кои најопшто се сведуваат на релаксирање на монетарната политика, експанзивна фискална политика за стимулирање на побарувачката и, во определени случаи, форми на протекционизам (види поопширно McKibbin and Stoeckel, 2009)

Кон крајот на 2008 г., глобалната рецесија почна да се манифестира и во меѓународната трговија. На графиконот бр. 2.27. е претставено движењето на трговската размена и економскиот раст на глобално ниво. Од графиконот јасно се гледа силната врска, осетливоста на меѓународната трговија на економските движења и нејзината исклучителна важност за оживување на економската активност на глобално ниво.

Графикон бр. 2.28



Графикон бр. 2.29



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

На графиконите бр. 2.28 и 2.29 се прикажани увозот и извозот на стоки и услуги, по главните групи земји на глобално ниво. Од графиконите се гледа евидентниот раст на извозот и увозот и увозот во периодот пред кризата (почнувајќи од 2001 г.), остриот пад на двете компоненти на меѓународната размена, како и закрепнувањето, кое е на ниво пониско од

преткризниот период. Од групите земји, најголем пад на извозот во 2009 г. се забележува кај ЕУ (13%), развиените земји (11,5%) и САД (9,5%), а не заостануваат и земјите од ЦИЕ (8,5%). Од друга страна, најголем пад на увозот забележуваат земјите од ЦИЕ (15%), по кои следуваат САД (13,5%) и развиените економии/ЕУ (12%).

Иако најголемата контракција на извозот и увозот во иницијалната фаза на кризата се однесуваше на развиените економии, во денешната глобализирана економија, таа беше бргу пренесена на голем број земји во развој како резултат на намалувањето на достапниот капитал и падот на побарувачката (имајќи ја предвид големата зависност на земјите во развој од пазарите во развиените економии). Степенот на зависност на земјите во развој од меѓународната трговија и нивната изложеност на надворешните пазари, мерен преку учеството на извозот во БДП, драстично се зголеми во последните години. Во земјите во развој, овој индекс од 1/5 во 1995 г. се зголеми на 1/2 во 2007 г., додека во земјите во транзиција од 1/3 се зголеми на скоро 2/3 во 2007 г. (види ја табелата бр.2).

**Табела 2. Извоз/БДП во 1995 и 2007 (во %)**

	<b>Извоз/БДП во 1995</b>	<b>Извоз/БДП во 2007</b>
<b>Земји во развој</b>	<b>26,09</b>	<b>51,77</b>
Африка	21,87	49,71
Азија	33,88	60,83
Латинска Америка и Карибите	13,02	29,41
<b>Земји во транзиција</b>	<b>33,94</b>	<b>85,42</b>
<b>Нискоразвиени земји</b>	<b>17,08</b>	<b>45,23</b>
<b>Земји во развој без излез на море</b>	<b>23,28</b>	<b>58,71</b>
<b>Развиени економии</b>	<b>21,87</b>	<b>28,40</b>
Австралија	16,08	27,93
Канада	32,46	48,06
ЕУ	29,84	54,47
Јапонија	9,96	13,45
САД	7,28	10,04

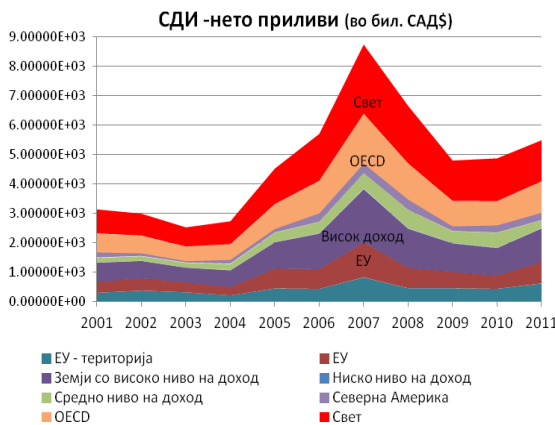
Извор: UNCTAD пресметки

Падот на меѓународната трговија посебно загрижува од развојна перспектива. Во најголем дел од земјите во развој, меѓународната трговија (увозот и извозот) претставува движечка сила на економскиот раст и развој (посебно, увозот на нафта, инпути за производството и храна, кој е ниско еластичен во голем број економии). Оттука, земјите во развој во услови на Глобалната економска криза се сериозно погодени од падот на цените на добрата и пад на извозот како резултат на странската ефективна побарувачка. Овие ефекти се дополнително влошени од кредитната контракција, одливот на капитал, намалувањето на приливот на СДИ и трансферите и контракција на инвестициите. Овие фактори посебно доаѓаат до израз кај извозноориентирани земји во развој кои имаат мали домашни економии (како Македонија), каде што намалувањето

на меѓународната побарувачка го намалува извозот и ја зголемува невработеноста (види поопширно UNCTAD, 2009).

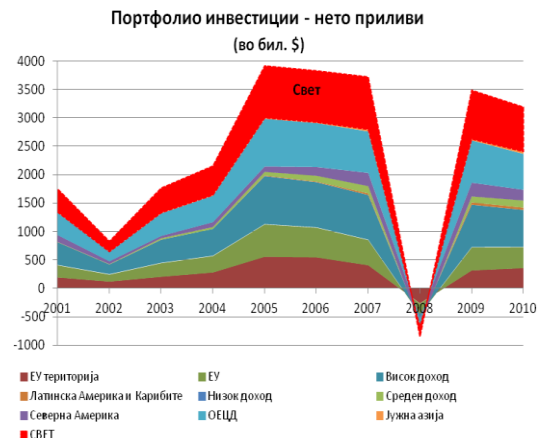
Постојат доволно докази дека Глобалната економска криза има негативни ефекти на меѓународното движење на капитал и инвестиции. Затегнатите кредитни услови и намалените профити ги намалуваат можностите на компаниите за инвестирање во проекти во други земји, додека глобалната рецесија и покаченото ниво на ризик ја еродираат довербата на бизнисите. Многу транснационални компании и инвеститори ги ревидираат инвестициските планови, што придонесува трендот на намалување на СДИ да ги зафати сите сектори од примарните до нефинансиските услуги.

Графикон бр. 2.30



Извор: International Monetary Fund, Balance of Payments database

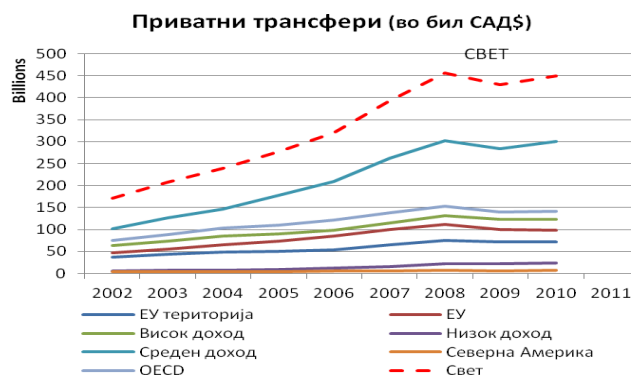
Графикон бр. 2.31



Извор: International Monetary Fund, Balance of Payments database, and World Bank, Global Development Finance

Глобалната криза предизвика остар пад на СДИ, како во земјите во развој, така и во развиените економии. Во развиените економии/земјите со високо ниво на доход, СДИ се

Графикон бр. 2.32



Извор: World Bank staff estimates based on IMF balance of payments data.

намалија за скоро 26% во 2008, додека во земјите во развој СДИ забележале скроман раст од 7%, што не ја покажува критичната состојба во некои од нив (види го графикон бр. 2.30). Слична е ситуацијата и со портфолио-инвестициите, коишто се високо осетливи на секој економски

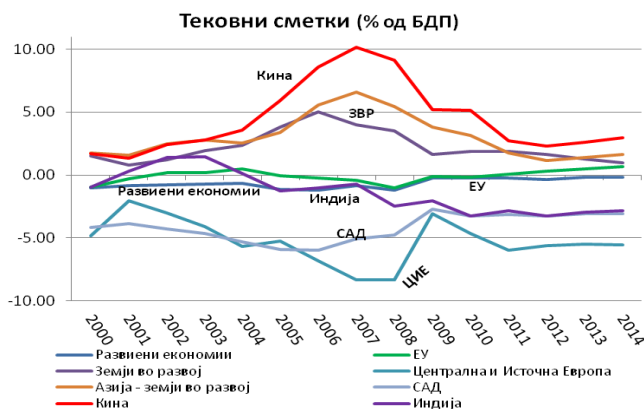
потрес, посебни имајќи предвид дека Глобалната криза беше придружена со остар

пад и зголемена променливост на цените на хартиите од вредност на глобално ниво, остар пад на довербата во финансиските пазари и зголемена аверзија од ризик, што придонесе до остар пад на портфолио-инвестициите во сите групи земји (види графикон бр. 2.31).

Покрај СДИ и портфолио-инвестициите, третата компонента којашто е од исклучителна важност за земјите во развој (како значајна компонента за покривање на дефицитот во тековните сметки итн.) претставуваат приватните трансфери (вклучувајќи ги и надоместоците на вработените во странство). Од графиконот бр. 2.32 се гледа трендот на константно зголемување на трансферите во последната декада, како и нивниот значаен пораст во првата фаза од Глобалната криза (во 2008 г.) и нивниот благ пад во 2009 г. Притоа, најголем пораст на приватните трансфери во 2008 г. имаа земјите со ниско ниво на доход (25%), додека по нив следуваа земјите со средно ниво на доход (13%), додека глобалниот пораст на приватните трансфери во тој период изнесуваше 14%.

Покачувањето на нивото на недоверба и перцепцијата за ризиците на глобално ниво и ограничувањето на кредитната активност на банките ја намалија размената на капитал меѓу економиите и значајно ја покачија цената на капиталот. Од друга страна, падот на вредноста на средствата, намалувањето на расположливите доходи на граѓаните и бизнисите, недовербата во финансиските пазари и неизвесноста за иднината, аверзијата кон ризик и несигурноста во донесувањето инвестициски одлуки придонесоа за намалување на потрошувачката/ефективната побарувачка и увозот. На глобално ниво, овие два процеса водеа до стеснување на дефицитите и

Графикон бр. 2.33



Извор: International Monetary Fund, World Economic Economic Outlook Database, April 2012

Големата депресија. Во екот на кризата, иако од месец во месец променливоста на курсевите се зголемуваше, промените во реалните девизни курсеви беа скромни. Во периодот од август 2008

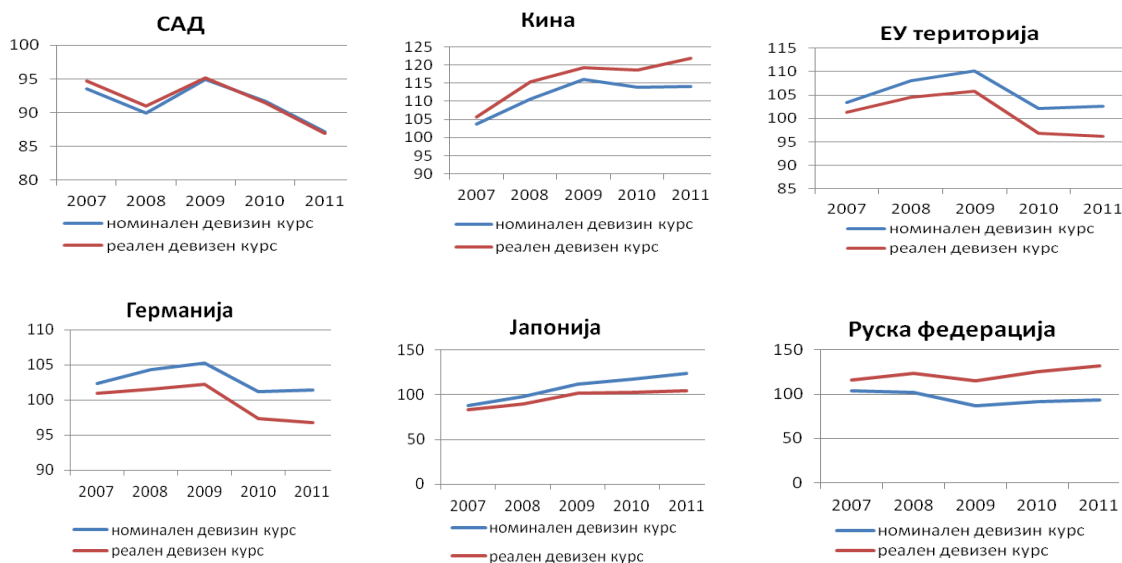
суфицитите во тековните сметки (види го графиконот бр. 2.33). Од графиконот се гледа компензирањето/намалувањето на суфицитите во Кина и земјите во развој и намалувањето на дефицитите во САД, ЦИЕ и развиените економии.

Што се однесува до девизните курсеви, протекционизмот, конкурентните девалвации, глобалните должнички кризи и доминантната спасувачка улога на ММФ, значајно изостанаа во текот на Глобалната криза во однос на

до февруари 2010 г. валутите на 34 доминантни економии на глобално ниво девалвираа во однос на доларот во просек за 7% (посебно ранливите економии, кои ја користеа депрецијацијата на девизните курсеви за стабилизација на своите економии). Променливоста на девизните курсеви во периодот по кризата беше поголема споредено со просекот на периодот 2000-2008 г. во 24 од 33 големи економии (вклучувајќи ги САД, Јапонија, Кина и В. Британија). Од септември 2008 до март 2009 г., најголем дел од валутите депрецираа во однос на доларот, додека од март до ноември 2009 г., како што се враќаше довербата, депрецијациите во однос на доларот го сменија текот и тој ефективно депрецираше за 11,7%. Од ноември 2009 г., имајќи го предвид прелевањето на кризата во Европа и загриженоста за еврото, тоа депрецираше во однос на доларот за околу 3,2% (види поопширно Dadush and Eidelman, 2010).

Европа, како резултат на должничката криза и несигурноста, остава простор за дополнителен притисок врз вредноста на еврото; Кина игра значајна стабилизирачка улога во време на кризата, но нејзиниот суфицит и брзото закрепнување на извозот предизвикаа притисок на нејзината девизна политика, имајќи ја предвид скромната реална девалвација на јуанот од 2,1% по отпочнувањето на кризата; Јапонија ја преживува една од најлошите рецесии на што се надоврзува и дефлацијата, додека високата вредност на јенот само ја влошува состојбата итн. (види го графиконот бр. 2.34)

Графикон бр.2.34 - Номинални и реални девизни курсеви (индекс, 2005 = 100)



Извор: International Financial Statistics (IFS), Principal Global Indicators, IMF Stat.

На крај, како последица во надворешниот сектор може да се спомне и протекционистичката политика која секогаш добива на тежина меѓу државите кога ќе се појават

негативни притисоци на глобалната побарувачка. Генералниот заклучок е дека протекционистичката политика е многу помалку практикувана во денешната криза во споредба со минатото, поради неколку причини: глобализацијата ја зголеми интеграцијата и меѓузависноста помеѓу земјите, мултинационалните компании немаат интерес да лобираат за протекционизам, СТО постојано ја унапредува регулативата и препораките за меѓународната трговија, Г-20 промовираат глобална трговија и инвестиции итн. (види поопширно UNCTAD, 2009).

#### ***2.2.4.4. Ефекти врз фискалниот сектор***

Глобалната економска криза предизвика остар пад на цените на средствата, пропаѓање/спасување на голем број финансиски институции, пад на довербата, на економската активност итн. Овие случувања наметнаа потреба државите низ целиот свет да преземаат одлучни и силни фискални мерки со цел да ја стимулираат економската активност, да ја повратат довербата во пазарите и да ја обезбедат стабилноста на финансискиот сектор. Ваквите фискални мерки (без преседан во досегашната историја) имаат значајни директни и индиректни ефекти/последивици на фискалниот сектор. Директните последивици се поврзани со намалување на фискалната моќ и зголемување на фискалните трошоци како резултат на пакетите за спас на финансиските системи<sup>79</sup> (докапитализација, купување „токсични“ средства, исплати на депозитарите, субвенции, исплати по гаранции итн.), коишто предизвикуваат зголемување на буџетските дефицити и јавниот долг кај голем број земји (види Tagkalakis, 2012). Индиректните фискални трошоци се поврзани со повратниот ефект од кризата во финансискиот сектор на економската активност. Овие ефекти вклучуваат: намалување на приходите како резултат на падот на профитите и цените на средствата, зголемување на расходите со цел да се намалат ефектите од кризата на другите сектори во економијата (фискалните стимулации за поттикнување на побарувачката и поддршка на бизнисите, мерките за активните политики за вработување и социјалните пакети итн.), како и ефектите од промените на каматните стапки и девизните курсеви како резултат на реакциите од страна на пазарите (види European Commission, 2009).

Финансирањето со цел да се покријат потребите на фискалниот сектор и да се одржи одржливо ниво на јавен долг е директно зависно од пристапот до средства на домашниот и на

---

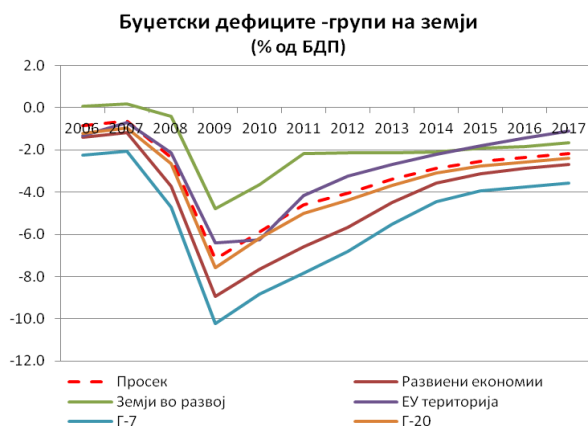
<sup>79</sup> Поопширно за ефектите од финансискиот колапс и пакетите за спас на финансиските системи види кај Furceri and Mourougane, 2009.



меѓународните финансиски пазари, како и од кредибилитетот на макроекономските политики на државата, посебно на фискалната политика. Понатаму, фискалниот биланс и финансирањето на јавниот долг се зависни од движењето на реалниот БДП, од нивото на цените и инфлацијата, девизните курсеви, дефицитот на тековната сметка итн. Глобалната економска криза имаше силно влијание на секоја од овие варијабли, што доведе до тоа фискалниот сектор да биде високо засегнат од настанувањето, развојот и траењето на Глобалната криза (види поопширно Fretes and Villela, 2008).

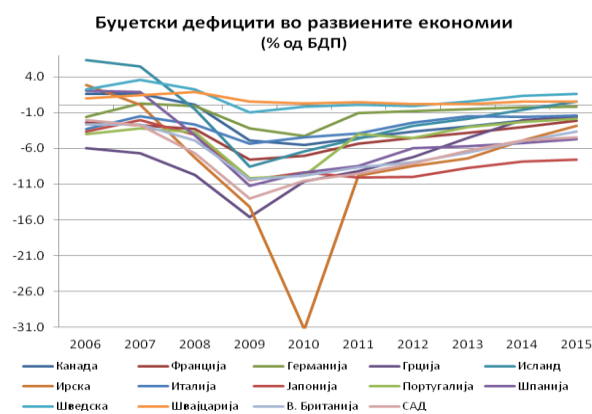
На следните два графикони, бр. 2.35 и 2.36, е прикажано движењето на буџетските дефицити/биланси на групите земји и посебно за развиените економии (чии фискални сектори се посебно засегнати од Глобалната криза), почнувајќи од периодот пред кризата, вклучувајќи ги и предвидувањата на ММФ од 2012-2017 г.

Графикон бр.2.35



Извор: Fiscal Monitor, April 2012, IMF Stat.

Графикон бр.2.36



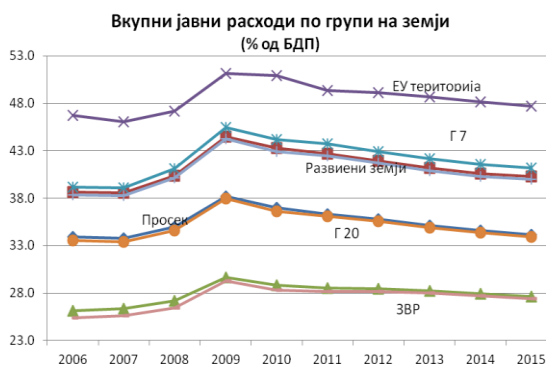
Од графиконите се гледа острото зголемување на буџетските дефицити кај сите групи на земји во почетокот на кризата (во текот на 2008 и 2009 г.), како и нивното движење во посткризниот период. Евидентен е фактот дека групата на седум најразвиени земји има најдлабоки фискални дефицити во периодот пред кризата, коишто се задржуваат и во посткризниот период: 10,2% во 2009 г., 8,8% во 2010 г., 7,8% во 2011 г., а проценките се дека тие нема да се намалат под 3,6% во 2017 г. Овие високи буџетски дефицити се блиску следени и од целата група развиени земји, со буџетски дефицити од 8,9% во 2009 г., 7,7% во 2010 г. и проценки за нивно намалување на околу 3% во 2017 г.<sup>80</sup> Набљудувано по поединечни земји, највисоки буџетски дефицити остварија Ирска (31% во 2010 г.), Грција (15,6% во 2009 г.), САД (13% во 2009 г.), Шпанија (11,2% во 2009 г.), Португалија, Јапонија и В. Британија (приближно

<sup>80</sup> Поопширно за причините и конкретните ефекти на фискалните позиции види кај Tagkalakis, 2012 г.

10% во 2009 г.), додека најниски дефицити беа забележани во Шведска (0,9% во 2009 г.) и Швајцарија, која остварува суфицит во анализираниот период.

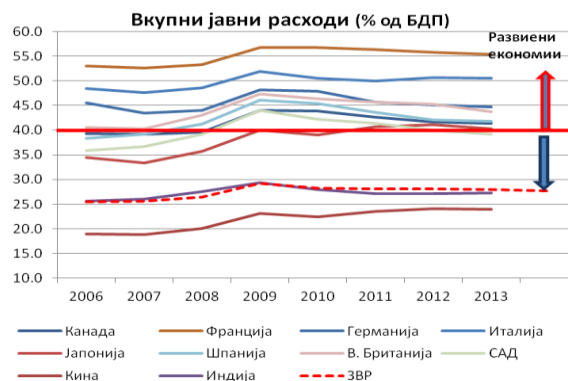
Основните извори на јавните приходи кај најголемиот број земји се директните и индиректните даноци како и рентата од државните монополи (нафта и минерали). Глобалната криза, одразувајќи се врз ефективната побарувачка, меѓународната трговија, профитите на бизнисите и приходите на поединците, директно го погоди нивото на јавните приходи. Ефектите од цените на енергијата и добрата кои се тргуваат се во зависност од тоа дали анализираната земја е извозник или увозник. На страната на јавните расходи, спасувачките пакети и расходите за намалување на ефектите од кризата на другите сектори предизвикаа остро зголемување на јавните расходи во екот на кризата, како и тренд на одржување на тоа високо ниво на јавни расходи (буџетски дефицити) и во периодот по стивнувањето на ударот од кризата (види ги графиконите бр.2.37 и 2.38).

Графикон бр. 2.37

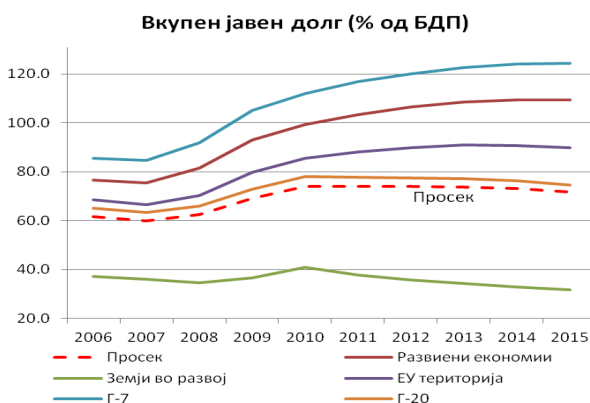


Извор: Fiscal Monitor, April 2012, IMF Stat.

Графикон бр. 2.38



Графикон бр. 2.39



Извор: Fiscal Monitor, April 2012, IMF Stat.

Од графиконите се гледаат неколку стилизирани факти: високото ниво на јавни расходи во развиените економии и ЕУ пред почетокот на кризата; наглиот тренд на зголемување на јавните расходи, посебно во 2009 г., кога во ЕУ тие достигнаа 51% од БДП наспроти 45% во Г-7 и само 29% во земјите во развој; како и трендот на нивно одржување на високо ниво и во периодот по кризата,

посебно во ЕУ, каде што фискалната криза е посебно актуелна. Највисоко ниво на јавни расходи во

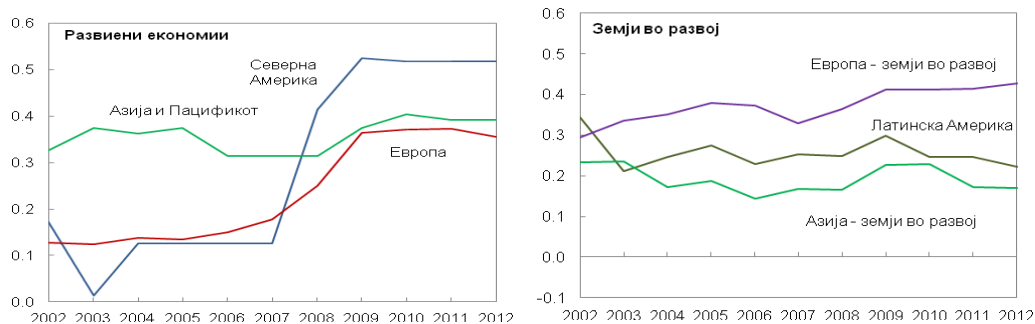
периодот пред и по кризата имаат Франција и Италија, додека најниско ниво на јавни расходи имаат Индија и Кина, како и ЗВР како целина (види го графиконот бр. 2.38).

Активните фискални политики и малиот фискален простор пред кризата доведоа до значајно зголемување на јавниот долг со почетокот на кризата (види го графиконот бр. 2.39). Најочигледен ефект од Глобалната криза врз јавниот долг претставуваат проблемите за негово финансирање. Според тоа, секогаш кога е можно, зголемувањето на примарниот фискален биланс треба да се употреби за сервисирање на долгот. За земјите кои имаат слаби економски и политички институции, посакувано е односот јавен долг спрема БДП да биде низок, а доколку тие имаат и историја на должнички кризи, овој однос треба да биде уште помал. Според тоа, земјите кои се осетливи по овие параметри треба да одржуваат ниски стапки на јавен долг, мали буџетски дефицити и, ако е можно, суфицити споредено со земјите кои имаат поголем кредибилитет (види Fretes and Villela, 2008).

Од графиконот бр. 2.39 се гледа трендот на јавното задолжување, особено во групата на најразвиените економии Г-7 (120% од БДП во 2012 г.) и во развиените економии (107% од БДП во 2012 г.), по што следува ЕУ (90% од БДП во 2012 г.). Посебно загрижува фактот што, според проценките на ММФ, трендот на одржување и благо зголемување на јавниот долг кај овие економии ќе продолжи и во иднина. Земјите во развој, поучени од минатото, одржуваат ниско ниво на јавно задолжување (највисоко ниво од 41% од БДП е забележано во 2010 г.) и тренд на негово намалување во иднина. Според анализите на ММФ за фискалните ризици, иако притисоците на фискалниот сектор полека се намалуваат, сензитивноста/ранливоста на нив останува на краток и среден рок. Вкупните ризици бележат благо намалување помеѓу развиените економии и понатамошно намалување во земјите во развој. Меѓутоа, ризиците на земјите во развој во Европа имаат тренд на зголемување и ги надминаа нивоата на Латинска Америка и Азија (види го графиконот бр. 2.40).

#### Графикон бр. 2.40

Индекс на фискални индикатори по региони: 2002-2012 (опсег 0-1)  
(поголема вредност на индексот покажува поголем фискален ризик)



Извор: Fiscal monitor, April 2012; Baldacci and others (2011); и пресметки на IMF

## **2.2.5. Глобалната економска криза – предизвик за економската теорија и политика**

Речиси три децении, макроекономската теорија и политика се развиваа во окружување коешто подразбираше: одржување макроекономска и ценовна стабилност; постоење рационални очекувања кај економските субјекти; ограничено поттикнување на реалната економска активност со активна економска политика (како со монетарната, така и уште помалку со фискалната политика); креирање макроекономски модели кои ги земаат предвид кредибилитетот на креаторите на политиките, временската неконзистентност, рационалните очекувања, монетарните правила итн.; развој на теоријата на јавниот избор (политичката макроекономија) и критиката на мешањето на државата во водењето на економската политика. Сето тоа беше поткрепено со скратувањето и ублажувањето на цикличните флукуации по Втората светска војна, како и со преминот на голем број земји од централистичко-социјалистички во пазарно ориентирани економски ситеми. Како последица на тоа, економистите почнаа да веруваат во семоќноста на пазарниот механизам и во „невидливата рака“ и сè повеќе се глорификуваа капитализмот, либералните идеи и економскиот систем базиран на пазарот. Во таквото економско и општествено окружување во кое акцентот во економската теорија и политика го даваа макроекономските теории од неолиберална провиниенција се случи Глобалната економска криза, која уште во есента 2007 г. најави промени во ваквата констелација на односи.

Кризата претставуваше силен показател дека и економската теорија се наоѓа во криза и дека настанатата ситуација претставува значаен предизвик за нејзина повторна консолидација. Ова е причината поради која многу често се поставува прашањето за одговорноста на економската наука за настанатата криза. Во оваа насока можат да се сретнат различни интерпретации за нејзината одговорност (Manic, 2009). Некои сметаат дека доминантната парадигма (неокласичната) како основа на која се засновала економската политика треба да се обвини за настанувањето на кризата; други се повеќе за широка дисперзија на вината на економската наука, бидејќи (не по прв пат) таа не успеа да го предвиди појавувањето на кризата; трета група смета дека одговорноста на економската наука може да се провери индиректно, преку тестирање на ефикасноста на мерките што ќе ги предложи и употреби за надминување на кризата.

Времињата на криза се предизвик за економската наука, како што војните се предизвик за воените офицери. Денешната криза е време кога економската професија треба да го оправда своето постоење и да покаже дека нејзините анализи и модели можат да бидат од корист. Три


главни забелешки можат да се упатат на сметка на економистите и на нивната улога во денешната економска криза. Прво, економистите не успеаја да го предвидат доаѓањето на кризата; второ, економистите не успеаја дури да ја видат и можноста од појавата на таков вид криза, што одеше во насока на брзо ширење на кризата; трето, тие не успеаја дури ни да понудат корисен совет што да се прави откако кризата зеде замав, туку понудија само измешана фонија од гласови, без конкретен водич за економската политика. За првата забелешка е нефер да се обвинуваат економистите, втората е многу позначајна, затоа што секој економист кој не ја заборавил историјата би знаел дека финансиските кризи се далеку од завршени, додека најкатастрофален неуспех на економистите е понудата на принципи и мерки за водење ефикасна политика во условите на криза (види поопширно Krugman 2011).

Други автори се фокусираат на методологијата и конкретните истражувања на денешните економисти, тврдејќи дека економистите се фатени во ситуација каде што голем дел од нивните истражувачки напори не се насочени кон најважните потреби на општеството. Недефинирањето на најважните економски проблеми во современите економии, неуспехот да се лоцираат и презентираат ограничувањата и претпоставките на популарните модели на доминантните парадигми, како и неуспехот да се обезбедат навремени предупредувања и конкретни мерки, упатува на одговорност на економската професија за глобалната економска криза и потреба од големи промени и предефинирања во овие области (види ; Colander и др., 2009; Lawson, 2009).

Економската историја регистрирала голем број економски кризи, меѓутоа по Големата депресија во 1930-тите и Втората светска војна, економистите како да подзаборавија на последиците од економските кризи и сметаа дека Кејнзовите мерки на економската политика ги победија економските кризи. Иако економистите се подобри во објаснувањето и донесувањето заклучоци за минатото отколку предвидувањето на иднината, тие заборавија на фактот дека секоја економска криза има сопствена специфика, па затоа, за време на Глобалната економска криза економската наука уште еднаш остана збунета. Требаше малку време за од својот арсенал повторно да ги извлечат мерките кои упатуваат на историјата, Големата депресија и на Кејнз. Мерките кои се применуваат во најголем број земји упатуваат на крах на неолибералната доктрина во водењето на економската политика, враќање на државната интервенција и остра осуда на пазарниот систем. Се оживува дебатата за запоставената улога на државата во општеството и економијата и за пристап кој ќе треба да направи баланс меѓу пазарот и државата, меѓутоа, исто така, се укажува на преоѓање во другата крајност и последиците од преземените мерки (презадолженост, неефикасна алокација на средствата, зголемен протекционизам и регулација итн.) (види Schneider and Kirchgässner, 2009).

Доколку се направи само глобален преглед на мерките на економската политика, ќе се види дека креаторите на економската политика се плашат да не ја повторат грешката од 1930-тите, поради што бргу пристапија кон различни мерки за поттикнување на сите компоненти на агрегатната побарувачка: личната потрошувачка, инвестициите и јавната потрошувачка. Кејнзијанската контрациклична политика го презеде водството во борбата со најважните макроекономски проблеми – невработеноста и сиромаштијата (како и подобрувањето на довербата во системот и очекувањата). Меѓутоа, тоа не значи дека треба директно да се свртиме кон старата или новата кејнзијанска теорија, туку е многу важно да се фокусираме на денешната економска криза имајќи ја предвид нејзината специфичност и, на тој начин, да ги користиме кејнзовите достигнувања (види Mărginean, 2011; Prašević, 2009).

Иако традиционалната економска теорија понуди некои совети за тоа како да се спроведува активна економска политика во услови на Глобалната економска криза, не можеме да го отфрлиме фактот дека економската наука не успеа брзо и ефикасно да се справи со кризата и со тоа ја разочара широката јавност. Од друга страна, како што потврдува практиката, економскиот пристап е доволно флексибилен да се соочи со проблемите што се појавуваат, па според тоа, не ни е потребна нова економија, туку треба да ги користиме сите расположливи мерки и средства (имајќи го предвид економскиот инструментариум од минатото и денес) за да ги решиме тековните проблеми (види Schneider and Kirchgässner, 2009).



**Дизајнирање на  
клучните  
макроекономски  
политики во  
услови на  
глобалната  
економска криза**

**глава**

**III**

*„Погледите на државата за економијата може да се сумираат во неколку кратки фрази: Ако се движи, оданочи го! Ако продолжи да се движи, регулирај го! И ако престане да се движи, субвенционирај го!“*

*Роналд Реган*  
претседател на САД (1981- 1989)-

*„...да се развијат алтернативи на постојните политики, да се одржуваат живи и достапни сè додека политички невозможното стане политички неизбежно“.*

Фридман 2002, стр. xiv

## **Глава III**

### **Дизајнирање на клучните макроекономски политики во услови на Глобалната економска криза**

#### **3.1. Клучните макроекономски политики - одговор на Глобалната економска криза**

##### **3.1.1. Глобалната економска криза – одговор на економската политика**

Почетокот на Глобалната економска криза беше и почеток на тестот на ефикасноста и координираноста на економските политики, не само на национално, туку и поопширно, на глобално ниво. За разлика од Големата депресија, Големата рецесија, како што многумина ја нарекуваат денешната економска криза, беше следена од силен одговор од страна на економските политики. Брзиот и сеопфатен одговор од страна на монетарните власти успеа да спречи колапс на глобалниот финансиски систем во 2008 г. Обемот и големината на фискалните интервенции во најголемиот број случаи имаа силно влијание на проширување на билансите на јавниот сектор и беа со дотогаш незабележани размери во економската историја (види Lin, 2009). Генералната анализа на одговорот од страна на економските политики во денешната криза во споредба со минатите кризи, покажува дека одговорот на политиките иницијално е сличен, меѓутоа со текот на времето и развојот на кризата (како и последиците од неа), мерките и активностите во определени делови се разликуваат од практиките во минатото. Одговорот на кризите кои се случувале во минатото главно се состои од три фази: прво, заложби за справување со ликвидносниот шок и стабилизирање на финансиските обврски; второ, решавање



на проблемот поврзан со реструктурирање на билансите - што вклучува отстранување на инсолвентните финансиски институции од системот и рекапитализација на оние кои се одржливи и оперативно реструктурирање со цел да се поврати финансиската стабилност и профитабилност на одржливите институции и соодветно управување со цел да се рехабилитираат лошите заеми и загуби. Глобалната криза ја следеше оваа патека во текот на првата фаза, меѓутоа последователниот одговор на политиките беше послаб во најголемиот број економии. Како во претходните кризи, ликвидносна поддршка и гаранции беа користени во иницијалните фази на кризата, меѓутоа многу поинтензивно во однос на БДП. Ова беше следено од бројни рекапитализации (и капитални инјекции) во голем број земји што ги ублажи ефектите од глобалната криза. По овие главни интервенции, одговорот на политиките во денешната глобална криза кој се однесува на оперативното и реструктурирањето на средствата, беше забавен и помалку интензивен (во споредба со кризите во минатото). Како што ефектите од кризата се ширеа на глобално ниво и во сите економски сфери, главен акцент беше ставан на експанзивните фискални и монетарни политики (без преседан во историјата на економската политика), што не е случај со кризите во минатото (види поопширно Claessens et.al., 2011; Ingves et.al., 2009).

Глобалната економска криза имаше свои причини, своја динамика и развој (се разбира, треба да се земат предвид и специфичностите на економската околина во различните земји) кои ги детерминираа главните мерки и политики што ги преземаа економиите на национално и на глобално ниво. Во табелата бр.3.1 се дадени неуспесите во различни домени кои условуваа преземање соодветни политики за нивна корекција. Покрај причините/неуспесите, посебно интересен дел за одговорот на економската политика претставуваат различните фази низ коишто се развиваше таа. Секоја од фазите бараше посебен одговор од економската политика, меѓутоа неизбежно е да се потенцира дека секоја фаза влијаеше на другите и како што се развиваше кризата ни една фаза не можеше посебно да се издвои и да се потенцираат нејзините карактеристики.

*Табела бр.3.1: Главни неуспеси/причини за настанување и трансмисија на кризата – предизвик за економската политика*

	Неуспеси на политиките	Регулаторни неуспеси	Неуспех на пазарите
ПОТЕКЛО	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Премногу релаксирана монетарна политика</li> <li>- Системите на фиксни девизни курсеви во некои земји во развој</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Субвенционирање на домаќинствата</li> <li>- Базелските стандарди за адекватност на капиталот</li> <li>- Регулативата на вонбилансните средства на банките (дериватите и комплексните финансиски инструменти) и на</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ирационалноста и однесувањето на економските субјекти како „стадо“</li> <li>- Агенциски проблеми</li> </ul>

		инвестициското банкарство - Недостиг на соодветно покривање со регулатива на систематски важни сектор во финансискиот систем - Недостиг на транспарентност при спроведувањето на секјуритизацијата	
ТРАНСМИСИЈА	- Активни фискални и монетарни политики		- Асиметричните информации и несигурноста како резултат на комплексноста на инструментите

Извор: Davide Furceri and Annabelle Mourougane, 2009

Генерално, глобалната криза поминува низ четири фази, односно фронтови за економската политика кои можат да се воопштат како: запирање на ширењето на кризата и зајакнување на финансиските сектори; справување со макроекономските ефекти; реформи на регулативата и финансиските пазари и справување со социјалните, политичките и сигурносните ризици (види поопширно Nanto, 2009):

*Запирање на ширењето на кризата и зајакнување на финансиските сектори* – на макроекономско ниво вклучува активности/мерки на економската политика за намалување на каматните стапки, зголемување на монетарната понуда, квантитативни (монетарни) олеснувања, и акции за поврат на довербата во кредитните пазари. На микроекономско ниво, оваа фаза вклучува акции/мерки за решавање на итните проблеми и ефектите од кризата, како финансиски пакети за спас на загрозените компании, гаранции за банкарските депозити, капитални инјекции, откуп и елиминирање на токсичните средства и реструктурирање на долговите. Ова наметна потреба од одлучни (во определени случаи без преседан) мерки во обем, трошоци и опсег на вклученост на државата. Преземените акции вклучуваа спасување на финансиските институции за кои се сметаше дека се „премногу големи за да пропаднат“ и преземање определени финансиски институции од страна на државата, олеснување од страна на државата при спојувања и аквизиции и купување на проблематичните средства (види поопширно Furceri and Mourougane, 2009).

*Справување со макроекономските ефекти* – ефектите, мерките и трошоците во оваа фаза се помалку слични, меѓутоа може да се заклучи дека макроекономскиот колапс е најголем досега по Големата депресија од 1930 г. Финансиската криза бргу се прошири на реалните сектори и предизвика негативни ефекти на целата економија, производството, компаниите, инвеститорите и домаќинствата. Многу од економиите погодени од кризата, посебно оние со пазари во развој, беа погодени уште повеќе како резултат на зголемената конкуренција за капитал и пад на извозот и цените на добрата. Во оваа ситуација, државата се впушти со

традиционалниот арсенал на монетарните и фискалните политики за да се справи со рецесивните притисоци, намалувањето на јавните приходи и зголемувањето на невработеноста. Како одговор на рецесијата и забавување на економскиот раст (во услови кога номиналните каматни стапки во голем број развиени економии беа блиску до нула), голем број земји донесоа пакети фискални стимулации да го забрзаат економското заздравување или барем да спречат негово влошување. Фискалните пакети вклучуваа стандардни фискални мерки (намалување на даноците и зголемување на државните расходи), иако некои мерки беа насочени кон стабилизирање на банките и другите финансиски институции, кои обично се категоризираат како пакети за спас на банките или за финансиска поддршка. Тука треба да се споменат аранжманите и зголемената поддршка од меѓународните финансиски институции (посебно IMF) во голем дел насочена кон земјите во развој и неразвиените земји.

Во третата фаза од глобалната криза, која сè уште е во тек – *реформи на регулативата и финансиските пазари*, беше предизвик да се донесат одлуки за потребните промени во финансискиот систем. Со цел да се координира регулативата во националните системи, светските лидери започнаа серија од меѓународни состаноци (некои ги окарактеризираа овие состаноци како Бретон Вудс II), насочени кон промените во политиките, регулативите, супервизијата и нивното спроведување. Во оваа фаза, голем број одлуки беа донесени во насока на „поправање на системот“ и превенција од повторување на слични кризи – техники на регулација и супервизија на финансиските пазари (банкарството во сенка, даночните рајови, вонбилансните активности), дериватите и хедџинг-активностите, ревизија на стандардите за капиталот, сметководствените стандарди, мотивите за преземање ризик, зајакнување на транспарентноста на определени сегменти од финансиските пазари, водење посебна сметка за зголемување на системскиот ризик, донесување шеми за финансирање и спроведување на финансиски интервенции во иднина итн<sup>81</sup>.

*Справување со социјалните, политичките и сигурносните ризици* – Ова се секундарни ефекти од глобалната економска криза за чие надминување е потребен подолг временски период и чија манифестација е различна во скоро секоја посебна економија. Глобалната криза има влијание на политичките системи и лидерство во земјите ширум светот низ два главни механизми: прво, граѓаните ги губат работните места, бизнисите банкротираат, богатството на луѓето се намалува, цените на средствата колабираат и сето тоа може да предизвика за таквата

---

<sup>81</sup> Види детално за состаноците, заклучоците и предизвиците кои се поставуваат на Г-20 најразвиени земји: <http://www.g20.utoronto.ca/>. Подетално за меѓународниот одговор на Глобалната криза во глава II од дисертацијата.

состојба да биде обвинета власта и да предизвика радикални реакции. Второ, може да се случи обратна ситуација, каде што владите ги користат последиците од кризата за да ги зајакнат својата моќ и влијание и да ја спроведуваат својата политика. Кризата може да има свое влијание и на економската филозофија, во случајот – обвинување на неолиберализмот и теориите на слободен пазар, а поттикнувањето на државниот капитализам и опсегот на државата во голем број економии. Посебно треба да се потенцираат ефектите од масовното губење на работните места, зголемувањето на процентот на сиромаштија (посебно во земјите во развој и земјите со ниско ниво на доход), што понатаму предизвикува бројни долгорочни социјални реперкусии и ефекти. Имајќи го предвид опсегот на ефектите од глобалната криза и широкиот арсенал мерки што ги преземаат земјите ширум светот, во насока на мисијата на оваа дисертација, нашата понатамошна анализа ќе ја фокусираме на сржта на макроекономскиот одговор – фискалната и монетарната политика, нивната имплементација, карактеристики, ефикасност, стратегии за нивно напуштање и научени лекции за нивно унапредување. Иако фокусот на нашето истражување првенствено е ставен на клучните макроекономски политики, не е можно да се анализираат и елаборираат политиките за справување со глобалната економска криза без да се посвети определен простор на интервенциите во финансискиот сектор, затоа што тие во голем број точки се приближуваат до мерките на клучните макроекономски политики и имаат значајно влијание на макроекономската околина во една економија. Во оваа насока, анализата на клучниот одговор од фискалната и монетарната политика, каде што постои простор и приближување до елаборираната проблематика ќе биде во ограничена мера надополнет со анализа и на политиките кои се насочени кон финансискиот сектор (посебно макропрудентните политики и другите интервенции).

### **3.1.2. Улогата на монетарната политика во услови на Глобалната економска криза**

Во пресрет на кризата, барањата поставени пред монетарната политика значајно се зголемија, ставајќи ги дотогаш поставените граници под силен притисок. Централните банки сè повеќе почнаа да се гледаат како способни да решат голем број проблеми: да обезбедат ценовна стабилност, да ги решат билансните проблеми на институциите, да ја обликуваат кривата на приходите, да испорачаат ниска невработеност, да ги решат должничките проблеми на јавниот/приватниот сектор и да обезбедат превенција од несакани флукуации на девизните

курсеви. Исто така, инструментариумот на централните банки се прошири до граници кои беа незамисливи до пред неколку години. Точно е дека не треба да се потцени улогата што ја има монетарната политика во условите на криза (посебни времиња бараат посебни мерки), посебно круцијалното значење за обезбедување на финансиската стабилност и спречување на потенцијалната дефлациона спирала. Меѓутоа, обидувајќи се да ги решат сите проблеми, централните банки можат да ја доведат во ризик својата главна придобивка: кредибилно одржување на ценовната стабилност. Според тоа, треба да се утврди „новата граница“ на монетарната политика, која во некоја смисла е „старата граница“ (види поопширно Hannon, 2012). Mishkin (2010) го потврдува тоа во својот труд, во кој детално ги анализира основните принципи на науката на монетарната политика и доаѓа до заклучокот дека сите основни принципи кои важеле пред кризата остануваат во важност и по неа, единствено што последниот (деветтиот) принцип – финансиските несогласувања, играат важна улога во економскиот циклус, исто така е валиден, меѓутоа неговото значење е поголемо од она кое било антиципирано од централните банки пред кризата.

Експанзивната монетарна политика во текот на глобалната економска криза беше доминантно фокусирана во поддржување на банките, на другите финансиски институции и на пазарите. Монетарната политика беше релаксирана набргу по појавувањето на првите знаци за кризата, при што главните централни банки преку координирани акции, почнувајќи од септември 2007 г., ги спуштија краткорочните каматни стапки до историски најниско ниво, со таргети блиски до нула – ФЕД (0-0,25%), Банката на Јапонија (0,1%), Банката на Англија (0,5%)<sup>82</sup>. Имајќи ја предвид ситуацијата, дел од централните банки се обврзаа дека ќе ги одржуваат каматните стапки на ниско ниво подолг период во иднина. Овие реакции на централните банки се спротивни на голем број одговори од страна на монетарната политика во минатите кризи, кога номиналните каматни стапки беа одржувани на високо ниво или дури и зголемувани со цел да се поддржат валутите. Во денешната криза, ниските каматни стапки и доволното ниво на ликвидност овозможува да се ублажи падот и да се стимулира растот на БДП, да се стабилизира и да се врати довербата (иако бавно) во финансискиот систем. Експанзивната монетарна политика, исто така, овозможи задржување на посредничките маржи на банките и покрај високите трошоци за финансирање, одржување на вредноста на средствата, намалување на ризикот од спиралата „долг-дефлација“, ограничување на нивото на лоши заеми (иако иницијално), заштитување на билансите на банките и покрај нивните загуби од тргување

---

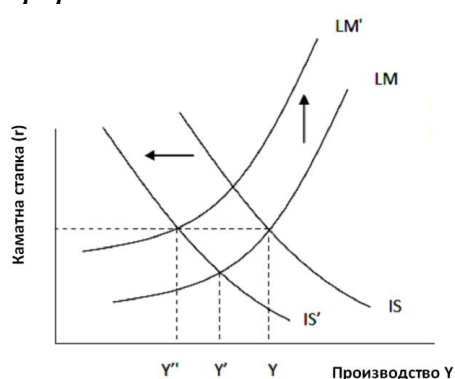
<sup>82</sup> Види графикон бр. 2.4 и 2.5 во втората глава од дисертацијата.

или поседување токсични средства, зголемување на довербата и на изворите на капитал итн. (види Claessens et.al., 2011).

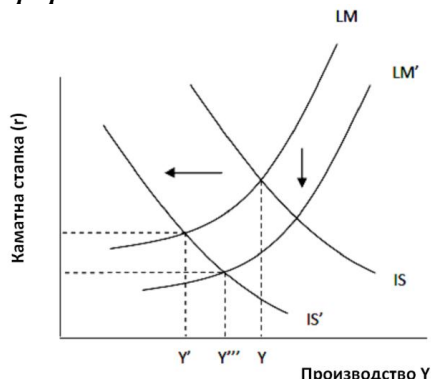
### **Конвенционалниот монетарен одговор во макроекономската теорија**

Овој силен конвенционален монетарен одговор најде цврста заснованост и во макроекономската теорија. Остриот пад на потрошувачката и довербата на бизнисите во пазарите како резултат на кризата доведе до пад и на реалната лична потрошувачка<sup>83</sup>, што водеше до поместување налево на IS кривата во IS-LM моделот. Резултатот на краток рок беше значајно намалување на производството и ако таргетираната каматна стапка се задржеше, производството ќе се намалеше понатаму до нивото  $Y''$  (види графикон бр. 3.1). Со намалување на каматните стапки преку различни механизми централните банки помогнаа преку различните трансмисиони механизми во стимулирање на домашната побарувачка. Намалувањето на каматните стапки, преку поместување на кривата LM надолу, во случајот овозможува поместување на кривата IS налево, притоа охрабрувајќи одржување на производство/аутпут на ниво  $Y'''$  на краток рок (види графикон 3.2). Експанзивната политика, исто така, е соодветна и затоа што намалувањето на каматните стапки помага за намалување на притисокот за зголемување на реалните каматни стапки и поместување на LM кривата нагоре како резултат на зголемувањето на аверзијата кон ризик и премиите за ризик, помагајќи во одржување на нивото на инвестиции и производство/аутпут (види Swain, 2009).

**Графикон 3.1**



**Графикон 3.2**



Како што спомнавме погоре, доминантните централни банки брзо реагираа со намалување на каматните стапки, кои во голем дел од случаите се приближија до нултата граница на каматните стапки (zero lower bound), што беше причина за појава на дебати и дискусии околу ефективноста на монетарната политика во справувањето со кризата. Нобеловецот Пол Кругман во својата статија во „Њујорк тајмс“ напиша: „Ние се наоѓаме во она што јас го нарекувам 'економија во депресија'. Со тоа мислам на состојба во економијата како онаа во 1930-тите кога вообичаените мерки на монетарната политика – имајќи ја предвид способноста на ФЕД за стимулирање на економијата со намалување на каматните стапки – го изгубија своето значење“ (види Krugman, 2008). Во друга негова статија во „Њујорк тајмс“, расправајќи за тоа дека

<sup>83</sup> За последиците на кризата врз реалниот сектор – потрошувачката и производството види Глава II стр. 47-50 и графикони од бр. 2.15 до 2.21)

глобалната криза има големо влијание на макро/монетарната политика, тој го иницираше прашањето: Дали ова значи дека науката за монетарната политика, како што ја знаеме од пред кризата, треба да биде напуштена и креаторите на монетарната политика да започнат сè од почеток (види Krugman, 2009)?<sup>84</sup> Со ова не се согласуваат голем број економисти, кои иако се согласуваат дека проблемот на нултата граница на каматните стапки (zero bound) е многу посериозен отколку што се прикажувало и мислело досега, исто така тврдат дека конвенционалната монетарна политика и во глобалната криза е ефикасна како и во претходните, поставувајќи го спротивното прашање: Што ќе се случеше со каматните стапки релевантни за потрошувачката на домаќинствата и бизнисите доколку централните банки не ги намалеа референтните каматни стапки? Тоа ќе резултираше со повисоко ниво на каматни стапки во економијата (и на безризичните државни обврзници), проширување на кредитните маржи (поради слабите перформанси на економиите), зголемување на макроекономскиот ризик и понатаму поголемо намалување на потрошувачката на домаќинствата и бизнисите, резултирајќи во подлабока рецесија и можност за влегување во депресија. Проблемот што се појави во денешната глобална криза со конвенционалната монетарна политика не укажува на тоа дека е неефективна, тука на тоа дека шокот од финансиската/економската криза е толку голем (енормно проширување на кредитните маржи и затегање на кредитните стандарди) што ги надминува способностите и границите на конвенционалната монетарна политика и остава простор за примена на неконвенционални мерки (види поопширно Mishkin, 2009, 2010).

Неконвенционалните монетарни политики кои централните банки широм светот почнаа да ги користат за поефикасно да се справат со кризата се манифестираат во неколку форми (види поопширно Collignon at al., 2012; Mishkin, 2010; IMF, 2010a; Smagni, 2009; Ehler, 2009):

*-обезбедување ликвидност, каде што централните банки го прошируваат позајмувањето, како на банките, така и на другите небанкарски институции во услови кога финансирањето од страна на широк круг финансиски посредници (банкарски сектор, банкарството во сенка и другите финансиски институции) пресушува. Централните банки во најголемиот дел од развиените земји обезбедија големи суми на ликвидност, ги продолжија програмите и операциите за финансирање и го олеснија пристапот до нив (види IMF, 2010a). Постојат истражувања кои потврдуваат дека обезбедувањето ликвидност во системот значајно*

---

<sup>84</sup> Исто така види: John B. Taylor (2009a), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper No. 14631, како и Taylor, John, B. (2009b). Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis (Stanford, CA: Hoover Institution Press).

помогнало не само во САД, туку и во В. Британија и Јапонија во намалувањето на меѓубанкарските ризични премии и стабилизирањето на финансиските пазари во текот на кризата (види Ait-Sahalia et al., 2010)<sup>85</sup>.

*-купување средства (хартии од вредност) – државни обврзници и приватни хартии од вредност, со цел да се намалат трошоците за позајмување и да се намали стресот на финансиските пазари.* ФЕД купуваше големи суми приватни хартии од вредност (доминантно комерцијални обврзници) со цел да се поддржат определени таргетираните кредитни пазари. ФЕД и Банката на Англија купија значителни количества државни обврзници во периодот кога нивните референтни стапки се доближија до нула. Во мај 2010 г., ЕЦБ ја објави својата намера да интервенира на пазарите на државни и приватни хартии од вредност со цел да се намалат тензиите на тие пазари, по што централните банки почнаа да откупуваат државни обврзници на селектирани европски економии (води IMF, 2010a). Истражувањата покажуваат дека овие програми имале влијание на намалувањето на каматните стапки на обврзниците на долг рок во споредба со краткорочните каматни стапки како и на каматните стапки на другите пазари (види Gagnon et al., 2010).

*-квантитативно олеснување, при што централните банки во голема мера ја зголемуваат монетарната база и ги прошируваат своите биланси.* Централните банки ги применуваат овие мерки преку купување финансиски средства од банки и приватни институции со проширување на монетарната база, со цел вбризгување одредено количество пари во економијата. Квантитативното олеснување треба да ја стимулира побарувачката и економијата во услови кога не е можно понатамошно намалување на каматните стапки и стимулирање на позајмувањето на банките.

*- управување со очекувањата, при што централните банки се обврзуваат да ги одржуваат каматните стапки на многу ниски нивоа, подолг временски период.* Постои голема теоретска основа за управување со очекувањата во стимулирањето на потрошувачката во услови кога референтните каматни стапки ја допираат нултата граница, затоа што обврзувањето за одржување ниски каматни стапки подолг период помага во намалувањето на долгорочните каматни стапки, ги зголемува инфлациските очекувања, притоа намалувајќи ги реалните каматни стапки (види Eggertsson and Woodford, 2004).

---

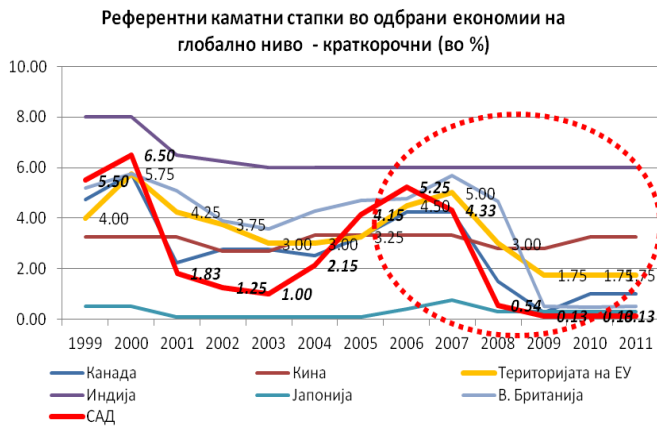
<sup>85</sup> Постојат истражувања кои потврдуваат дека финансиските пазари (во случајот, најавувањето на Term Auction Facility) реагираат во поголема мера на објавувањето на овие програми отколку на самото позајмување (види McAndrews et al., 2008). Додека бројни други истражувања потврдуваат дека кредитните олеснувања значајно помогнале во намалувањето на каматните стапки (види Christensen et al., 2009, Wu, 2008).



Според тоа, одговорот на монетарната политика не можеше да се задржи само на конвенционалните средства и на драстичното намалување на каматните стапки – одговорот мораше да биде сеопфатен и доволно силен за да се запре ширењето на кризата и да се стабилизира финансискиот сектор<sup>86</sup> (види табела бр. 3.2 во анексот). Централните банки одговорија брзо со ликвидносна поддршка, многу посилно и со поширок опсег отколку што тоа беше случај во минатите кризи (види Stone et.al, 2011).

Видовите финансиска поддршка беа дополнувани и со гаранции кои се однесуваа и на банкарството во сенка (меѓутоа многу поселективно во однос на минатите кризи, кога се даваа гаранции за широк пакет средства). Во Глобалната економска криза формалните гаранции во најголемиот број случаи се однесуваа на определени банки или на новоиздадениот долг (обврзници и други хартии од вредност). Во таа насока, во определени случаи беа зголемени и лимитите на фондовите за осигурување депозити (Белгија, Холандија и Луксембург ги зголемија лимитите од 20 000 евра на 100 000 евра, САД го дуплира износот, голем број други земји го следеа примерот), додека во определени земји (посебно САД) гаранциите беа проширени и на небанкарските институции, а државата и монетарните власти даваа изјави со поддршка на целиот финансиски сектор со цел да се зацврсти разнишаната доверба (види Claessens et.al., 2011).

Графикон 3.3



Извор: International Financial Statistics (IFS), Principal Global Indicators, IMF Stat.

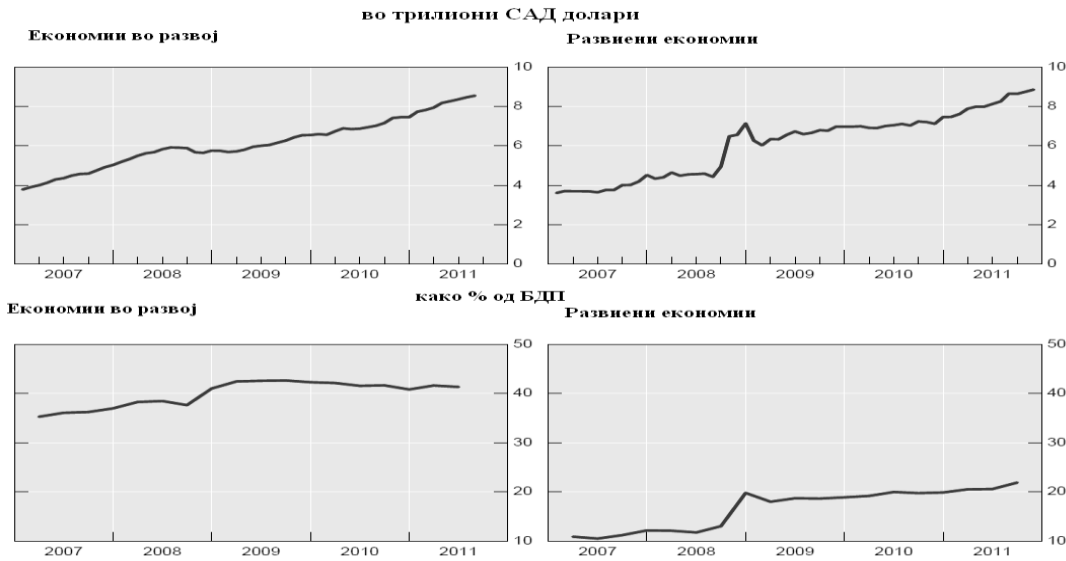
Како резултат на овие мерки, каматните стапки во развиените економии останаа на нивото блиску до нивната најниска граница во последните четири години, додека реалните каматни стапки се негативни во последните две години. Во земјите во развој, референтните каматни стапки беа малку покачени последната година, како резултат на скромните знаци за нивно закрепнување (но, исто така и инфлацијата благо се зголеми). Некои земји во последниот период ги намалија референтните

<sup>86</sup> За големината и обемот на мерките на монетарната политика во економиите за справување со кризата види IMF (2010a), IMF (2010b), Selin (2009)

каматни стапки како резултат на финансиските и економските проблеми во Европа. Меѓутоа, генерално, реалните каматни стапки остануваат на ниско ниво (види графикон бр. 3.3).

Билансите на централните банки на глобално ниво достигнаа 18 трилиони американски долари, што е без преседан во досегашната историја. Во доминантните земји во развој, експанзијата на билансите на централните банки беше предизвикана од огромното зголемување на девизните резерви, кои го достигнаа нивото од 40% од БДП (графикон бр. 3.4).

*Графикон 3.4 – Средства на централните банки*



Извор:IMF; национални податоци

Во доминантните развиени економии, билансите на централните банки експлозивно се зголемија во периодот по почетокот на кризата и не покажуваат никакви знаци за враќање на нивото од пред кризата. Всушност, пазарите очекуваат овие биланси и понатаму да се зголемуваат, како што централните банки продолжуваат да експериментираат со нови мерки за оживување на економијата и справување со новите шокови во финансиските сектори. Во оваа група, средствата на централните банки изнесуваат 20% од БДП. Доколку се погледне рочната структура и структурата на хартиите од вредност, можат да се забележат значителни промени во насока на зголемување на просечната рочност на средствата во билансите на централните банки и промена на структурата на портфолијата на средства како резултат на мерките за откуп на токсични средства и проширувањето на структурата на колатералот, што има значајни импликации на зголемување на ризичноста на билансите.

Прегледот на истражувањата за ефикасноста на мерките на монетарната политика за справување со кризата, што понатаму е основа за учење на минатите грешки и креирање поефикасни политики покажува дека:<sup>87</sup>

- Мерките на централните банки за намалување на премијата за ликвидност на меѓубанкарските пазари генерално се прифатени како успешни (види поопширно IMF, 2009).
- Поддршката на централните банки за девизните пазари, исто така, во најголемиот број случаи е потврдена како успешна (Goldberg at al., 2010);
- Постојат и истражувања кои потврдуваат дека обидите на централните банки за поткрепа на определени сегменти од пазарот на пари го намалиле стресот на тие сегменти (види Fleming at al., 2010);
- Истражувањата за мерките на монетарните власти во насока на намалување на кривата на принос на долг рок, покажуваат извесни позитивни резултати, меѓутоа ова поле останува како предизвик за понатамошни истражувања;
- Емпириските докази за обврзувањето на централните банки да ги држат референтните каматни стапки на ниско ниво во подолг временски период се измешани (Ugai, 2006; of Gagnon at al., 2010).

Никој во круговите на централните банки не верува дека моќта на монетарната политика е безгранична, меѓутоа илузијата за неограничена интервенција ги карактеризира мислењата на експертите и фирмите на финансиските пазари, кои повикуваат на одржување ниски каматни стапки и повеќе интервенции на финансиските пазари. Дебатата за тоа кој е најдобриот начин да се реши денешната должничка криза во Европа е само најсвеж пример за тоа. Постојат и други примери за овој феномен на глобално ниво: програмите за откуп на средства постојано се прошируваат, операциите за обезбедување ликвидност се зголемуваат со продолжување на нивната рочност, маргините на девизните курсеви се поставуваат со декларирање дека е можен неограничен откуп на странски валути доколку се јави потреба итн. Овие и другите тенденции/илузии за монетарната политика и нејзината улога имаат определени последици по функционирањето на целиот економски систем (види поопширно Hannoun, 2012):

- Постојат последици и ефекти од одложеното приспособување на билансите во економијата. Централните банки можат да обезбедат ликвидност, меѓутоа не можат да ги решат основните проблеми со солвентноста. Најдобро што можат да направат е да купат

---

<sup>87</sup> Поширок осврт за ефикасноста и примената на мерките на монетарната политика во услови на глобалната криза како и студиите/трудите што истите ги анализираат види IMF (2010).

малку време, но постои ризик тоа време да биде загубено (можат да ги поткопаат иницијативите за суштинско поправање на билансите во приватниот сектор, да го продолжат времето во кое економските агенти ќе ги утврдат реалните загуби и нивните финансиски проблеми итн.);

- Постои ризик (во услови на екстремно ниски каматни стапки кои се одржуваат подолг период) да се охрабри нова рунда на преземање ризици и зголемување на левериџот во финансискиот систем;

- Постои загриженост дека финансиските пазари ќе ги загубат своите капацитети за откривање на цените. Како што интервенциите на централните банки се зголемуваа во големина и обем, тие ризикуваат да ја преминат границата помеѓу монетарната политика и формирање на цените на средствата, значајно влијаејќи на каматните стапки на долгорочните државни обврзници, кредитните маргини, цените на хипотекарните инструменти, маргините на обврзниците итн.;

- Премногу доминантна улога на централните банки на пазарите може да доведе до нивно атрофирање преку директно или индиректно преземање на функциите на финансиска интермедијација од приватниот сектор;

- На крај, да ја споменеме познатата последица од политиките кои се спроведуваат подолг период, а тоа е дека излезните стратегии, односно нивното напуштање, исто така, е многу потешко. Комбинацијата од одложено приспособување, зголемените сензитивност/слабости, извртените и измешаните пазарни сигнали и пазарната атрофија, несомнено придонесуваат централните банки да бидат неодлучни кога станува збор за нормализирање на политиките што ги спроведуваат.

Трендот на зголемување на интервенциите на централните банки во комбинација со екстремно ниските каматни стапки нема потенцијално сериозни ефекти само на функционирањето на пазарната економија, туку може да доведе до последици и да претставува ризик и за монетарната политика: *финансиска доминација* (ризикува монетарната политика да биде под доминантно влијание на краткорочните предизвици од случувањата на финансиските пазари и да биде оддалечена од нејзината примарна задача за одржување ценовна стабилност); *доминација на девизниот курс* (во земјите во развој одвлекување од главната цел на монетарната политика може да претставува и настојувањето за стабилизирање на девизниот курс); *фискална доминација* (ризикува дека во условите на криза монетарната политика може да стане подредена на фискалната политика – да го финансира јавниот долг или како краен случај

да го монетизира) и крајниот ризик од *инфлациско изненадување* (крајната последица од претходно наведените три ризици по монетарната политика може да доведе до инфлациско изненадување кое значајно може да го наруши кредибилитетот на централната банка).

### **3.1.3. Улогата на фискалната политика во услови на Глобалната економска криза**

Уште од почетокот на кризата започнаа и повиците до владите за активна употреба на фискалната политика како стимуланс кој треба да се справи со остриот пад на економската активност. Употребата на фискалната политика може да биде оправдана во услови на намалување на ефикасноста на монетарната политика и потреба од брза акција со цел да се стабилизира економијата сè додека не е загрозена долгорочната фискална одржливост. Економската литература често се обидува да го анализира влијанието на експанзивната фискална политика/фискалните стимулации врз економската активност во текот на економските колапси, без да обезбеди јасен одговор кога дискреционата фискална политика може да ја стимулира економијата во услови на појава на економски кризи и падови (види табела бр. 3.3). Проценките на ефектите од фискалната политика на голем број макроекономски варијабли се разликуваат по големина и насока, меѓутоа утврдена е висока зависност на нивното функционирање во однос на економската структура на економиите (види поопширно Fatás and Mihov, 2001; Blanchard and Perotti, 2002; Mountford and Uhlig, 2002; Galí et al., 2007).

Иако постои извесна несигурност околу ефектите од фискалните стимулации, во тековното сценарио/економската криза, фискалните стимулации (привремени, навремени и насочени) се добредојдени, посебно онаму каде што ефектите од финансиската/економската криза се потенцијално многу големи. Во исто време креаторите на политиките треба да бидат посебно внимателни во врска со тоа на кој начин стимулациските пакети се дизајнирани и спроведени – посебно треба да се осигураат дека тие се привремени и нема да се вкоренат во системот. Освен ад-хок интервенциите и привремените мерки (стимулации), би било корисно да се примени (или зајакне) рамката за спроведување контрациклична дискрециона политика насочена кон спроведување стабилна структурна или долгорочна буџетска рамнотежа, која овозможува реализирање силни контрациклични фискални дефицити во периодите кога има потреба од нив (види Furceri and Mourougane, 2009).

При анализата на улогата на фискалната политика во справување со негативните економски шокови не треба да се заборава местото што го имаат автоматските стабилизатори, што претставува причина за нивна честа анализа во економската литература. Резултатите покажуваат дека додека за некои делови од јавните расходи и приходи е потврдено дека се контрациклични, ублажувањето на негативниот шок на БДП во голем број случаи не е толку видно. Според тоа, постои простор ефектите од автоматските стабилизатори на флукуациите во производството да бидат зголемени. Политики што се преземаат во оваа насока се, на пример, зголемување на прогресивноста на даночниот систем; промени во определени даноци, трансфери или програми на јавни расходи со цел се обезбедат врски/насоки економијата да следи едноставни правила; воведување фискални правила<sup>88</sup> кои можат да водат помалку дискреционо, а повеќе стабилизационо трошење (види поопширно Arreaza et al., 1998; Auerbach and Feenberg, 2000; Blanchard and Perotti, 2002; Farina and Tamborini, 2004).

Дебатата во однос на употребата на фискалната политика во услови на глобалната криза става во прв план прашања кои се однесуваат на ефикасноста на фискалните стимули (кои на широко се користат). Зголемување на јавното трошење на добра и услуги во затворена економија ќе даде најдобри резултати доколку: не ги истисне активностите на приватниот сектор; не ги зголеми каматните стапки и не го зголемува ризикот за идната фискална и монетарна стабилност на земјата; доколку таргетира проекти со висок маргинален социјален производ кои ќе траат до појавувањето на знаци на закрепнување, придонесувајќи за скратување на рецесијата. Фискалните стимулации во отворените економии вклучуваат и други претпоставки како апрецијација на девизниот курс во режимите на фиксен девизен курс може да ја истисне извозната побарувачка. Овие размислувања имплицираат дека во услови на глобална рецесија, соодветно координирана фискална експанзија може да ги ублажи најголем дел од ризиците за апрецијација на девизните курсеви и да предизвика заеднички засилени позитивни ефекти кои значајно ќе придонесат за крајните резултати од фискалните стимули (Aizenman and Jinjark, 2010).

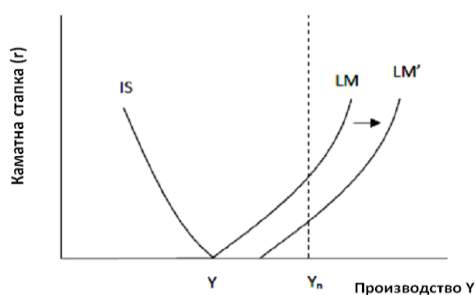
---

<sup>88</sup> Најновиот преглед на фискалните правила кои економиите ги користат за справување со глобалната криза може да се најде во Fiscal Monitor, April 2012, IMF Stat.

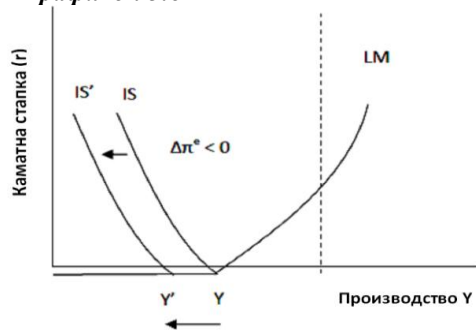
### Механизам на функционирање на експанзивната фискална политика

Улогата на експанзивната фискална политика се наоѓа и во макроекономската литература. Првата причина претставува тоа што зголемувањето на трошењето на државата води до поместување на кривата IS надесно, имплицирајќи поголем аутпут. Второ, традиционалната употреба на монетарната политика во многу земји доведе до паѓање во „ликвидносна замка“. Причината за тоа е што кога еднаш номиналните каматни стапки ќе паднат блиску до нула, секоја понатамошна промена на монетарната понуда ќе ја помести кривата LM надолу и нема да има никакви ефекти на производството (види графикон бр.3.5). Оваа ситуација укажува дека производството/аутпутот е под своето потенцијално ниво, што значи и надолно прилагодување на инфлациските очекувања (види Sheep and Blanchard, 2009). Ова претставува значаен ризик за економиите, како што е зголемување на дефлацијата кога номиналните каматни стапки се блиску до нула, а реалните каматни стапки се високи (Равенката на Фишер:  $r = i - \pi$ ). Повисоките каматни стапки ја поместуваат кривата IS, како и кривата AS налево и надолу, ставајќи ја економијата во негативен циклус (види графикон бр. 3.6)<sup>89</sup>.

Графикон 3.5

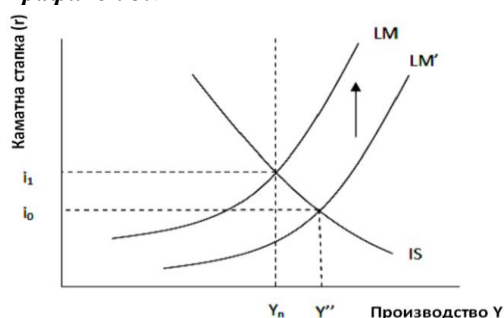


Графикон 3.6

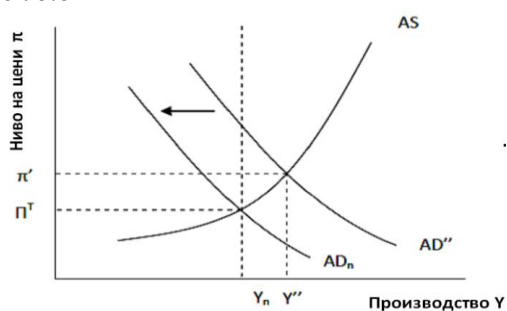


На среден рок, природата на фискалната експанзија ќе влијае на нивото на инфлација и инвестиции. Композицијата на фискалната експанзија детерминира поместување на кривата AD надесно притоа влијаејќи на диспаритетот помеѓу фактичката и очекуваната инфлација. Бидејќи во тој случај централните банки ќе треба да ги зголемат каматните стапки со цел да ги одржат своите инфлациски таргети, поместувајќи ја кривата AD налево (види граф. 3.7 и 3.8)

Графикон 3.7



Графикон 3.8



Обесхрабрувањето на инвестициите и потенцијалната нерационална алокација на трошењето ќе значи дека природата на овие политики на долг рок ќе влијае на намалување на продуктивноста и растот на потенцијалниот аутпут. Очекувањата за долготрајни дефицити уште повеќе ќе ги засили овие ефекти преку креирање притисоци за раст на каматните стапки. Крајниот резултат ќе биде понизок потенцијален аутпут креирајќи шок на страната на понудата, што ќе резултира со повисока инфлација како што ќе расте агрегатната побарувачка во текот на заздравувањето на економијата (види Swain, 2009).

<sup>89</sup> Според тоа, фискалната експанзија која е прифатена во овој случај е со цел да се избегне дефлацијата, чиишто последици најдобро се гледаат од главните економски проблеми со кои се соочуваше Јапонија во 1990-тите.

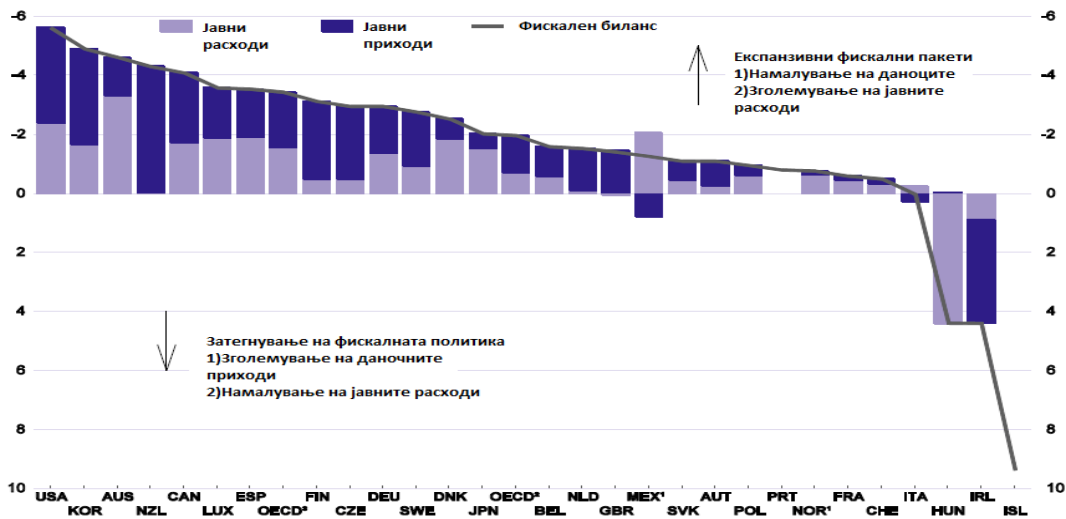
Фискалните скептици се загрижени за ефектот на истиснување и зголемувањето на трошоците од продолжените фискални стимулации. Варго (2009), кој е голем критичар на Кејнзијанскиот пристап евидентен во многу пакети фискални стимулации дизајнирани од владите ширум светот, смета дека основниот недостаток на Кејнзовата теорија е тоа што „таа имплицитно претпоставува дека државата е подобра од приватниот сектор во алокација на ресурсите и во произведувањето корисни добра“. Оттука, тој препорачува дека фокусот повеќе треба да биде ставен на „поттиците на луѓето и бизнисите да инвестираат, произведуваат и работат“. Со други зборови, фискалните пакети треба да обезбедат даночни олеснувања и да дозволат приватниот сектор да биде поефикасен, а не директно да ги трошат средствата на проекти, добра и луѓе.

Глобалната финансиска и економска криза ја запали „искрата“ и го разбуди „заспаниот цин“ кој скоро четири децении само беше повремено ставан во функција. Ова иницираше силен и обемен фискален одговор во скоро сите развиени и економии во развој, кој е без преседан во поновата економска историја (види Табела бр.3.4 во анексот). Овој одговор ќе има значајно влијание на обликувањето на макроекономското сфаќање и околина во времето што доаѓа и ќе биде тест кој ќе влијае во формулирањето на идните стандардни макроекономски политики.

### Графикон бр. 3.9

#### Големина и композиција на фискалните пакети

Кумулативно влијание на фискалните пакети во периодот 2008-2010 г. врз фискалниот биланс, како процент од БДП 2008 г.



Извор: OECD

Доколку се анализираат фискалните стимулации кои се иницирани од кризата во развиените економии и економиите во развој, ќе се утврди дека постојат различни варијации по



големина и композиција во зависност од националните преференции и просторот за маневар. (види Графикон 3.9 и Табела бр. 3.5 и бр. 3.5а во анексот). Кризата беше причина за значајни фискални стимулации во САД, Јапонија и Германија, чијашто големина е најизразена во периодот 2009-2010 г. рефлектирајќи ги различните јазови карактеристични за фискалната политика. Ова, исто така, го покажува големиот пакет за спас на банкарскиот сектор во САД, Германија и В. Британија, со цел да се стабилизира финансиската паника. Важно е да се напомене дека во некои земји трансферите во финансискиот сектор ги надминуваа фискалните стимулации во нефинансиските сектори (пр., Германија и В. Британија). Слични се трендовите со интензитет и структура која варира и во земјите во развој. Кина, Јужна Кореја и Русија обезбедија обемни директни фискални стимули по стапки кои ги надминуваа оние што ги карактеризираат земјите на OECD<sup>90</sup>. Широката и подлабока заштитна мрежа во OECD (осигурувањето и фондовите за невработеност, социјалната сигурност, социјалната медицинска заштита итн.) обезбедуваат автоматски стабилизатори кои дејствуваат како дополнителни амортизери во економијата, и покрај фискалните стимули кои се применуваат (види Aizenman and Jinjarak, 2010). Резултатите од едно истражување покажуваат дека автоматските стабилизатори апсорбирале 38% од шокот на доходот во ЕУ споредено со 32% во САД. Во случајот на шокот од невработеноста, 47% од шокот е апсорбиран во ЕУ во споредба со 34% во САД. Ова ублажување на ефектите врз расположливиот доход води до стабилизирање на побарувачката од 30% во ЕУ и 20% во САД. Меѓутоа, постои голема хетерогеност и во рамките на ЕУ – автоматските стабилизатори во земјите од Југоисточна Европа се пониски отколку во земјите во Централна и Северна Европа. Од друга страна, земјите во развој имаат недоволно развиена и ограничена заштитна мрежа, но фискален простор кој им овозможува користење поагресивни фискални стимулации, делумно компензирајќи го отсуството на подлабоко и посеопфатно социјално осигурување (види Dolls et al., 2010).<sup>91</sup>

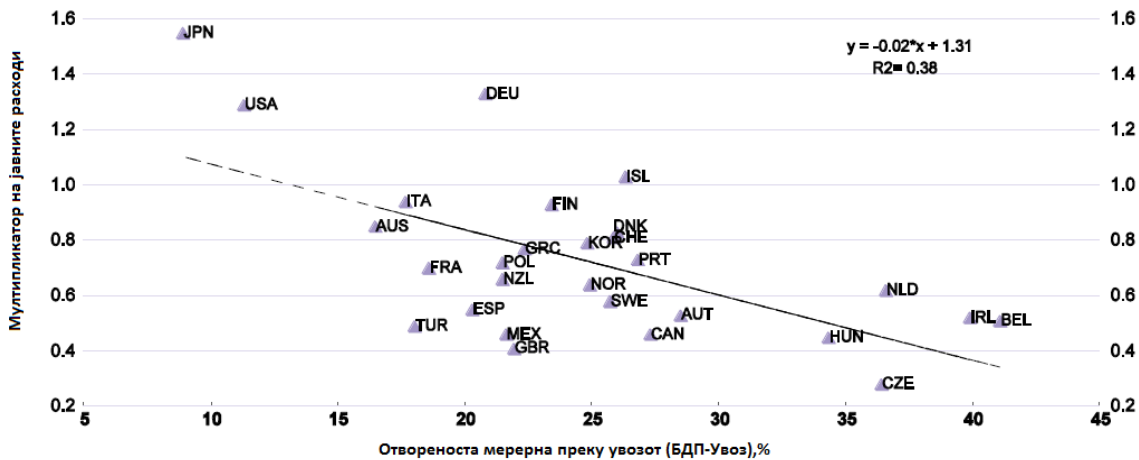
---

<sup>90</sup> Посебно е интересно да се потенцира агилноста и капацитетот за брз одговор од страна на економската политика на предизвиците од кризата во некои земји во развој, споредено со OECD земјите.

<sup>91</sup> Детална анализа за ефектите од глобалната економска криза на варијаблите/индикаторите во фискалниот сектор е направена во Глава II од дисертацијата.

Графикон бр. 3.10

Големината на фискалните мултипликатори и степенот на отвореност



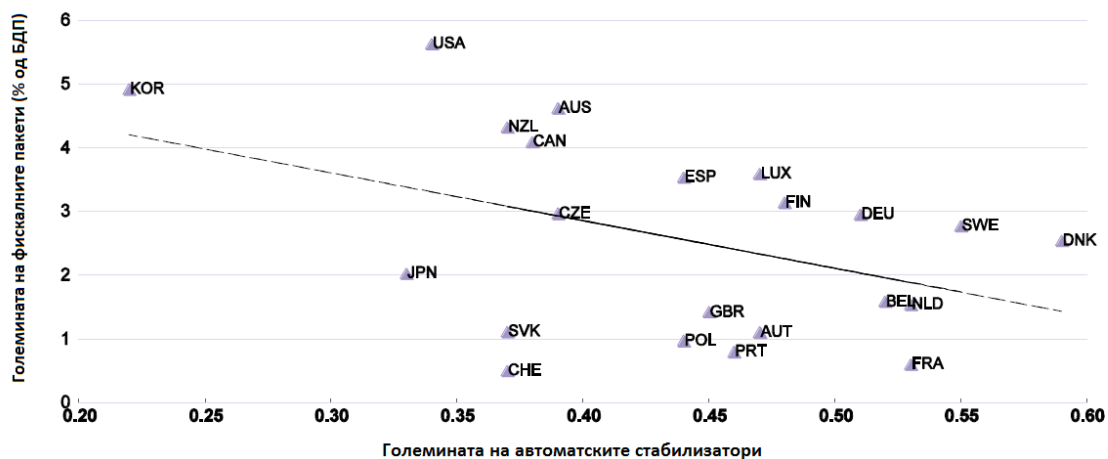
Извор: OECD (Economic Outlook, Interim Report March 2009)

Анализата на варијациите на големината и структурата на фискалните стимулации може да покаже извесни законитости (види поопширно OECD, 2009). *Големината на фискалните пакети се зголемува со стабилноста на иницијалната фискална позиција, меѓутоа се намалува со степенот на отвореност*, рефлектирајќи ја загриженоста на отворените земји дека голем дел од нивните стимулации ќе донесат повеќе полза за странските отколку за домашните производители. Ова се потврдува и со *инверзната врска која постои помеѓу фискалните мултипликатори и степенот на отвореност на економијата*. (види Графикон бр. 3.10). Ова е посебно евидентно за Европа, што може да се објасни од една страна со високата интегрираност на земјите и прелевање на ефектите од фискалните стимулации, а од друга страна – непостоењето механизам за координација на фискалната политика во Унијата што не гарантира дека експанзијата во една земја од Унијата ќе биде следена и од другите земји (ова е знак за можен недостиг на координација и помали фискални стимулации од нивото што е посакувано во Европа). *Големината на дискреционите мерки, исто така, варира инверзно од големината на автоматските стабилизатори* (види графикон бр. 3.11). Ова посебно е релевантно за Европа, што објаснува зошто другите неевропски земји, каде што автоматските стабилизатори не се толку значајни, применуваат големи стимулациони пакети. *Фискалните пакети, исто така, покажуваат различни варијации на структурата и на ефективното траење*. Иако е тешко да се изолираат специфични модели, сепак во просек во земјите од OECD, ресурсите алоцирани на страната на расходите и приходите се многу слични доколку се земе предвид нивното учество во вкупната големина на пакетите. На страната на расходите, најголемиот дел

од фискалните пакети вклучуваат инвестиции во инфраструктурата, како и мерки за обезбедување социјална сигурност. Некои пакети вклучуваат и мерки за поддршка на определени индустрии посебно погодени од глобалната криза, вклучувајќи ги и домаќинствата, додека мал број земји спроведуваат мерки за поддршка на малите и средните бизниси. Големината на ресурсите алоцирани за инвестиции, исто така, варира кај неевропските економии кои алоцираат поголеми суми во оваа насока. На страната на приходите, мерките на даночните олеснувања ги покриваат како капиталните, така и персоналните даноци на доход (види детално за композицијата на фискалните пакети, Табела бр.3.6 во анексот). Посебна дилема во нашата анализа на фискалните мерки во услови на денешната криза претставува траењето на определени мерки, односно кога тие можат да бидат класифицирани како привремени, а кога како трајни, што е од посебна важност за фискалната одржливост на долг рок. ММФ во една студија во која прави анализа на фискалните импликации од глобалната криза, најголемиот дел од даночните мерки ги класифицира како постојани, додека најголемиот дел од мерките на страната на расходите ги карактеризира како привремени (види IMF, 2009). Во оваа насока треба да бидеме посебни внимателни имајќи предвид дека дел од мерките кои во почетокот биле од привремена природа подоцна може да биде исклучително тешко да се укинат од разни причини (политички, социјални итн.). Ова нè води кон друга дилема и анализа за излезните стратегии од активните економски политики иницирани од денешната криза, меѓутоа ова ќе биде анализирано на посебно место во оваа глава од дисертацијата.

### Графикон бр. 3.11

*Големината на дискреционите фискални пакети и на автоматските стабилизатори*



Извор: Girouard and Andre (2005), OECD (Economic Outlook, Interim Report March 2009)

Глобалната криза предизвика силен шок/удар за побарувачката, така што не изненадува фактот што зад најголемиот дел од фискалните пакети стоеше настојувањето да се спроведат мерки кои ќе имаат брз и значаен позитивен ефект на побарувачката (што понатаму не води до заклучок дека и ефикасноста на фискалните мерки може да се мери со нивниот импакт на побарувачката). Владите се обидуваа со експанзивните фискални политики да „убијат две муви со еден удар“, односно да ја стимулираат побарувачката на краток рок и потенцијалниот аутпут на долг рок. Имајќи го предвид влијанието на побарувачката, ефикасноста на фискалните пакети најмногу зависи од големината на фискалните мултипликатори, од кредибилитетот и одржливоста на фискалните стимулации, неизвесноста за тековните и идните економски случувања и интензитетот и ефективноста на меѓународната координација. Од друга страна, треба да се има предвид дека даноците и јавните расходи имаат различно влијание на економските варијабли. Дури и во услови без економски шокови, даночните намалувања имаа ограничено влијание на потрошувачката на домаќинствата (доколку потрошувачите очекуваат повисоки даноци во иднина). Во услови на криза, ефективноста на даночните олеснувања во стимулирање на побарувачката може значајно да варира како резултат на неизвесноста со која се соочуваат домаќинствата и степенот на нивното задолжување, што може да влијае на нивниот нагон за штедење. Глобалната криза влијаеше во двете насоки, меѓутоа како што се намалува ударот од кризата, позитивните ефекти од намалувањето на даноците на потрошувачката може да се зголемат како што се намалува неизвесноста и богатството/доходот на приватниот сектор се враќа во нормала. Меѓутоа, дури и во случај кога неизвесноста се намалува, дел од домаќинствата можеби ќе мора да го зголемат штедењето со цел се соочат со зголемените обврски за сервисирање на долговите (резултат на финансискиот и економскиот шок) и во тие услови на нето-акумулацијата на доход можеби ќе ѝ треба подолг период за да се нормализира (види Padoan, 2009). Кризата, исто така, има значајно влијание на потенцијалниот аутпут, поради што е важно да се потенцира и врската помеѓу фискалните пакети и долгорочниот развој, што претставува обемна и комплексна област/задача. Структурата на фискалните пакети, како на страната на приходите така и на страната на расходите, е значајна за долгорочниот раст, меѓутоа најзначајни се продуктивните јавни расходи во образованието, истражувањето и развојот и ниските даноци на капиталот<sup>92</sup> (види поопширно Dhont and Heylen, 2009).

---

<sup>92</sup> Покрај конвенционалните мерки и функции на фискалната политика посебно на јавните расходи кои влијаат на макроекономијата преку доходот и вработеноста, ефектот на паричните текови, влијанието на

Ефикасноста на фискалната политика, посебно во услови на криза, пред сè, зависи од големината на фискалните мултипликатори на определени фискални мерки на определени економски варијабли. Големината на мултипликаторите на економските политики е поле на контроверзии, имајќи предвид дека тие значајно варираат помеѓу различните земји и различните фискални инструменти (било на страната на јавните приходи или расходи). Како што претходно спомнавме, независно од структурата на фискалните пакети, посебно тешка задача претставува утврдувањето на големината на фискалните мултипликатори (ефектите од фискалните мерки) во услови на длабока економска криза кога бизнисите, домаќинствата (сите економски субјекти) имаат посебно претпазливи ставови и одлуки. Во суштина, генералните заклучоци се следниве: мултипликаторите на јавните расходи се поголеми од оние на даночните мултипликатори, расходите за добра и услуги (вклучувајќи ги инвестициите во инфраструктура) имаат најголемо влијание, мултипликаторите имаат најсилен ефект во втората година по спроведувањето на мерките, тие значајно варираат (се намалуваат) со отвореноста на економијата и со рестриктивноста на монетарната политика (види поопширно OECD, 2009; Auerbach and Gale, 2009; Padoan, 2009)<sup>93</sup>.

Клучна компонента во зголемувањето на ефектите и ефикасноста претставува осигурување на кредибилитетот на фискалните мерки за обезбедување долгорочна фискална одржливост. Стимулативното влијание на фискалната експанзија ќе биде зголемено во присуство на „пресврти на потрошувачката“, што значи очекувања дека јавното трошење во иднина ќе дојде до пресврт во експанзивното јавно трошење како резултат на денешните фискални стимулации. Ова ќе влијае на намалување на долгорочните каматни стапки и ќе го зголеми приватното трошење што ќе го надомести намалувањето на јавните расходи. Меѓутоа, ситуацијата не е толку едноставна и позитивниот исход не е толку блиску, посебно имајќи ги предвид негативните производствени јазови (кои ќе се задржат подолг временски период – види Глава II Графикон бр.2.16), кои ги намалуваат очекувањата за „пресврти на потрошувачката“ и даваат сигнал дека можеби ќе се јави потреба од нови стимулации. Ова го поставува прашањето за ефектите и трошоците што ги предизвикува фискалната експанзија.

---

билансите или портфолио ефектот - интересен е пристапот на Teherneva (повикувајќи се на Кејнз) за предностите кога фискалната политика во услови на криза се насочува кон директно креирање на работни места – односно нуди работа на сите кои се способни, сакаат да работат, а во моментот не можат да се вработат во приватниот сектор (види поопширно Teherneva, 2011).

<sup>93</sup> Детална анализа за ефикасноста на фискалната политика и пресметка на фискалните мултипликатори по земји и по фискални инструменти (јавните расходи, инвестиции и трансфери, како и директните и индиректните даноци) види OECD (2009), додека осврт на емпириската литература за ефектите од фискалните стимулации види Auerbach и Gale (2009).

Акумулирањето на долгот и влошувањето на буџетските биланси се најголемите последици/обврски кои се резултат на фискалната експанзија (види Глава II Графикони бр. 2.35 и бр. 2.39). Историските докази покажуваат дека огромната акумулација на долгот по кризите е последица на намалувањето на приходите како резултат на рецесијата и зголемување на расходите со цел да се намалат негативните ефекти од кризите (види поопширно Reinhart and Rogoff, 2009). За акумулирањето на долгот и вкупните фискални трошоци, доминантно влијание, покрај фискалната експанзија/стимулации, имаат и мерките за поддршка и спас на финансискиот систем. Фискалните трошоци најпрвин се јавуваат како резултат на користењето на јавните средства за „чистење“ на финансиските пазари и заштита на депозиторите/економските агенти поврзани со финансиските институции (понатаму за намалување на ефектите врз останатите економски и социјални сектори). Тие трошоци, историски анализирано, достигнуваат значајни вредности – 13% од БДП во просек од анализа на 42 епизоди на криза (види поопширно Laeven and Valencia, 2008)<sup>94</sup>. Влошувањето на буџетското салдо (зголемување на дефицитот и јавниот долг), како резултат на краткорочните политики за намалување на ефектите од кризата, може сериозно да му наштети на фискалниот кредибилитет и на залагањата за ставање на јавните финансии на одржлива патека. Ова може да резултира со зголемување на премијата за ризик на долгот, што понатаму уште повеќе го зголемува товарот на јавните финансии. Зголемениот товар на јавните финансии може да предизвика извесен притисок на монетарните власти (да го загрози кредибилитетот) да прифатат порелаксирана монетарна политика и зголемување на инфлацијата со цел да се намали товарот од долгот (види Furceri and Mourougane, 2009). Имајќи го предвид наведеното, фискалните предизвици за одржување на долгот во иднина уште повеќе ќе се усложнуваат, посебно за земјите со висока задолженост и проблематично фискално досие. Маѓепсаниот круг на високото задолжување, нискиот раст и високите каматни стапки не може да биде отфрлен.

---

<sup>94</sup> Вкупните фискални трошоци како резултат на денешната економска криза не заостануваат зад историските вредности. Фискалните трошоци во минатите кризи и фискалниот ефект од првиот спасувачки пакет (види Табела бр. 3.3 и Табела бр. 3.4 во анексот).

### **3.1.4. Улогата на макропрudentните политики во услови на глобалната економска криза**

Глобалната финансиска и економска криза го исфрли на површина недостигот од аналитичка рамка која може да помогне во предвидувањето и справувањето со растечките финансиски дебаланси на глобално ниво, кои покажаа дека можат да предизвикаат сериозни макроекономски последици. Доколку се направи ретроспектива, ќе се утврдат фундаментални недостатоци во разбирањето на системскиот ризик. Всушност, се работи за неуспехот да се оцени/утврди како агресивното преземање ризик од различни типови финансиски институции беше причина за огромен раст на билансите во целиот финансиски систем. Преголемата доверба во способноста за самоприспособување на финансискиот систем водеше до потценување на долгот и левериџот како резултат на кредитниот бум и растот на цените на средствата (посебно недвижностите) – што се рефлектираше во историски најниско ниво на променливост на цените на средствата и на премијата за ризик. Покрај тоа, постоеше недоволно вреднување на улогата на финансиските иновации и финансиската регулација во зголемување на бумот, финансиските дебаланси и последиците на реалната економија (види Galati and Moessner, 2011).

Глобалната криза беше причина за ревизија на широк инструментариум на мерки и политики. Во многу случаи, микропрudentната супервизија не успеа да обезбеди доволно ниво на капитал и ликвидност кај финансиските институции за успешно справување со шокот. Во оваа насока, денешната криза ја подвлече потребата да се надмине чисто микрофундираниот пристап кон финансиската регулација и супервизија и привлече посебно внимание потребата за дефинирањето и развивањето на макроекономскиот елемент на политиката за финансиска стабилност. Креаторите на политиките дојдоа до широк консензус дека целта на макропрudentната политика е намалувањето на системскиот ризик, зајакнување на финансискиот систем во справувањето со шокови и помош тој стабилно да функционира без огромната поддршка што ја добиваше во условите на криза (види Committee on the Global Financial System, 2010).

Анализата на макропрudentните политики во условите на глобалната криза во најголемиот број случаи се сведува на: дефинирањето на нивните цели, мерки, нивното користење, имплементација и ефикасност во справување со финансиските и економските шокови и нивната поврзаност со монетарната политика.

Макропрудентните политики настојуваат да обезбедат финансиска стабилност преку намалување/ублажување на системскиот ризик. Системскиот ризик произлегува од врските во рамките на финансискиот систем како и од неговите интеракции со реалната економија низ цикличното движење. Тој може да се дефинира како: сериозно нарушување на обезбедувањето финансиски услуги како резултат на нарушување на работата на целиот или делови од финансискиот систем, што има потенцијал да предизвика сериозни негативни последици за реалната економија (дефиницијата е произлезена од заедничката работа на IMF, BIS, FSB). Клучната улога на макропрудентните политики претставува динамичкиот аспект од системскиот ризик – „процикличноста“. Финансиските дебаланси се креираат во „добрите времиња“, кога левериџот се зголемува, а финансиските институции стануваат премногу изложени на повеќе корелирани (или агрегатни) ризици. Покрај тоа, макропрудентните политики настојуваат да спречат креирање структурни слабости/пропусти кои придонесуваат за зголемување на системскиот ризик. Примери за ова претставуваат: процесот на секјуритизација каде што погрешните поттици придонесоа за рушење на кредитните стандарди и транспарентноста на финансиските деривати; несоодветните аранжамани за спроведување и порамнување на трансакциите со финансиските деривати имајќи го предвид нивниот енормен пораст; несоодветната регулатива/супервизија и третман на финансиските институции (Lehman, AIG и др.) кои во процесот на зголемување на финансиските дебаланси дојдоа во позиција да бидат премногу важни за да пропаднат; зголемувањето на комплексноста и поврзаноста во финансискиот систем придонесоа за нетранспарентна дистрибуција на ризикот и ја зголемија трансмисијата на шокови низ финансискиот систем (види поопширно IMF, 2010a; Caguana, 2010).

Макропрудентните политики се фокусираат на интеракциите помеѓу финансиските институции, пазари, инфраструктура и пошироко на економијата. Во утврдувањето на практичните цели на макропрудентните политики можат да се посочат две точки: Прво, зајакнување на отпорноста на финансискиот систем на економски падови (негативни движења) и други негативни агрегатни шокови; второ, активно лимитирање на зголемувањето на финансиските ризици (види BIS, 2010).

Процикличното зголемување на финансиските дебаланси произлегува главно од кредитниот, ликвидносниот и пазарниот ризик. Макропрудентните политики можат да бидат користени за справување со зголемувањето на овие ризици во економијата како целина, зголемување на отпорноста на финансискиот систем и овозможување непречено обезбедување



финансиски услуги во рамките на економијата. Ова е должност на макропрудентните мерки, кои придонесуваат за остварување на погореспомнатите цели на три начини (види поопширно IMF, 2010a; BIS, 2010)<sup>95</sup>:

*Превенција од преголемо зголемување на левеџицот.* Ова вклучува: повисоки стандарди за минимум капитал; дополнителни капитални амортизери над минимумот во добрите времиња; резервации за очекувани загуби во иднина (пример, „dynamic provisioning“ кое го користи Шпанија од 2000 г.<sup>96</sup>). Овие мерки можат значајно да помогнат во креирањето подобри амортизери за апсорбирање на загубите и превенирање на нивна ерозија преку дивиденди, исплаќање бонуси, како и да придонесат кон ограничување на експанзијата на кредити и преголемото преземање ризик.

*Ограничување на зголемувањето на ликвидносниот ризик.* Ова може да се постигне со користење квантитативни ликвидносни стандарди кои го лимитираат потпирањето на „pop-corn“ финасирање и се превенција од зголемување на недоследностите во рочноста, во време на економска експанзија.

*Прудентни политики на колатерал* – ризиците од негативни движења значат и ревизија на вредноста/цената на колатералот за ублажување на кредитните ризици, што може да се направи со поставување маргини на колатералот или поставување лимити на коефициентите кредит-вредност (loan-to-value), кои можат да бидат затегани во време на експанзија/бумови и релаксирани во време на рецесии.

Овие политики ја ограничуваат макрофинансиската врска како во добрите така и во лоши времиња. Прво, тие можат да го намалат зголемувањето на финансиските дебаланси во периодите на експанзија и да ги намалат шансите агрегатните нивоа на кредит да станат нестабилни. Второ, амортизерите (капиталот) за апсорбирање на загубите во добрите времиња, може да биде искористени во периодите кога економиите ги карактеризираат негативни трендови, без да се загрози капацитетот за кредитирање. Конечно, преку лимитирање на опсегот на ранливоста/слабостите на финансискиот систем, овие политики, исто така, значајно ја намалуваат веројатноста дека системскиот ризик ќе се зголеми и ќе се материјализира во услови на криза (види IMF, 2010a). За да се овозможи ефикасно функционирање на макропрудентните политики, тие треба да ги опфатат сите институции кои се од системско

---

<sup>95</sup> За детален осврт на литературата/истражувањата кои го анализираат различното групирање на мерките на макропрудентните политики, нивниот развој, ефикасност и употреба види Galati and Moessner (2011).

<sup>96</sup> Конкретно за оваа макропрудентна мерка која во последно време привлекува посебно внимание види Saurina (2009)

значење за економијата. Сите институции со зголемен левериџ можат да станат исклучително ранливи дококу се влошат макроекономските услови и нивните колективни одлуки ќе влијаат на агрегатното ниво на кредити обезбедени на економијата. Оттука, во некои земји, макропрudentните политики ги опфаќаат сите депозитни институции (банките), а во други тие опфаќаат и други финансиски посредници, како што се лизинг-компаниите, кредитните унии, фондовите на пазарите на пари, инвестициските банки (види поопширно Nier, 2009).

Истражувањето на ММФ за Финансиската стабилност и макропрudentните политики (Financial Stability and Macropprudential Policy Survey) покажа дека десет инструменти се најчесто користени за постигнување на макропрudentните цели (детално види Lim et al. 2011)<sup>97</sup>:

- Кредитно насочени: поставување горна граница (плафон) на коефициентите 'заеми во однос на вредност' (LTV), плафонирање на коефициентите 'долг во однос на доход' (DTI), поставување горна граница на позајмувањето во странска валута и плафонирање на кредитите или кредитниот раст.
- Ликвидносно насочени: лимити на нето-отворените девизни позиции/валутна неусогласеност (NOP), лимити на неусогласеноста на рочноста и задолжителните резерви
- Капитално насочени: контрациклични/временски поврзани стандарди за капитал, динамички резервации и рестрикции на дистрибуцијата на профитот.

Притоа, овие инструменти се користени со цел да се справат со четири категории системски ризик: ризикот генериран од силниот кредитен раст и порастот на цените на средствата предизвикани од кредитниот раст; ризикот кој произлезе од преголемиот левериџ во финансискиот сектор и настојувањата за негово намалување; системскиот ликвидносен ризик и ризикот поврзан со големите и променливи капитални приливи, вклучувајќи го позајмувањето во странска валута.

Изборот на макропрudentните инструменти зависи од поголем број фактори (види поопширно Lim et al., 2011):

- *Степенот на економскиот и на финансискиот развој* – генерално, земјите во развој многу почесто и во поголема мера користат макропрudentни инструменти како резултат на поголем ризик од неуспех на пазарот во услови кога финансиските пазари се неразвиени и банките доминираат на нив. Земјите во развој се повеќе загрижени за ликвидносниот системски ризик и користат ликвидносно ориентиран мерки, додека развиените економии ги фаворизираат

---

<sup>97</sup> Поопширно за структурата на макропрudentниот инструментариум види Borio (2009), Galati and Moessner (2011)

кредитно насочените мерки (иако некои од нив по кризата почнаа да користат и ликвидносно ориентиран мерки).

- *Режимот на девизен курс* – Земјите со фиксен девизен курс имаат тенденција да користат многу повеќе макропрudentни инструменти поради тоа што во тој режим е лимитирана улогата и политиката на каматна стапка. Овие земји најчесто користат кредитно ориентиран мерки (плафонирање на заеми во однос на вредност и плафонирање на кредитниот раст) со цел да се менаџира кредитниот раст во услови на ограничена улога на каматната стапка. Тие, исто така, настојуваат да користат ликвидносно ориентиран мерки (лимита на нето-отворените девизни позиции/валутна неусогласеност) да го менаџираат ризикот од надворешно финансирање.
- *Типот на шокот* – Капиталните приливи од многу земји во развој се окарактеризирани како шокови и голем дел од нив користат кредитно ориентиран мерки со цел да го зауздаат кредитниот раст како резултат на приливите. За разлика од другите инструменти кои се насочени кон големината и структурата на тековите, макропрudentните инструменти директно се насочени кон негативните последици од приливите (пр., прекумерниот левериџ, кредитниот раст и девизниот курс предизвикуваат кредитни ризици кои се системски).

Посебно важни за нашата анализа на макропрudentните политики во услови на криза се карактеристиките на нивното користење и нивната ефикасност во справувањето со поставените цели. Детално за најчесто користените инструменти на макропрudentната политика на глобално ниво (48 земји) и нивната фреквенција на користење види во табела бр. 3.7 во анексот на дисертацијата. Сумирани, карактеристиките од користењето на макропрudentниот инструментариум се следниве (види поопширно Lim et al., 2011):

- ✓ искуствата од земјите покажуваат дека е користена комбинација од неколку инструменти со цел да се влијае на еден определен ризик;
- ✓ голем број инструменти, посебно оние насочени кон кредитирањето, биле калибрирани со цел да се таргетираат специфични ризици (според големината, локацијата, типот на обврските, валутите итн.);
- ✓ заедничка практика претставува контрацикличното приспособување на инструментите;
- ✓ дизајнот и калибрирањето на инструментите многу почесто се базирани на дискреција, отколку на правила;
- ✓ макроекономските политики се понекогаш користени заедно со другите макроекономски политики (монетарни и фискални).

Ефективноста на макропрudentните политики е посебен предизвик за анализа. До денес постојат ограничен број емпириски анализи за ефективноста на макропрudentните инструменти кои треба да бидат фундамент на кој ќе се темели нивниот понатамошен развој и употреба (види Turner, 2010). Емпириските анализи кои се однесуваат на ова подрачје во најголем дел се насочени кон ефективноста на поединечните инструменти, а само ограничен број ја таргетираат ефективноста на широк дијапазон инструменти<sup>98</sup>. Според истражувањето на ММФ, најголемиот број земји кои користеле макропрudentните политики веруваат дека тие се ефикасни. Со цел да се утврди ефикасноста на мерките, можни се три пристапи (види поопширно Lim et al., 2011): студија на случај за да се утврди постигнувањето на целите во определен број земји, едноставен пристап за да се види ефектот на таргетираните варијабли пред и по употребата на инструментите и посоефицициран пристап на панел-регресија. Сумирани, заклучоците од трите пристапи покажуваат дека: најголемиот дел од инструментите (анализирани се десет) во различни степени се ефикасни (во рамките на спецификите на економиите); не е најден значаен доказ дека степенот на економски развој, режимот на девизен курс и големината на финансискиот сектор влијаат на ефикасноста на инструментите; макропрudentните инструменти се ефикасни во ограничувањето на корелацијата помеѓу кредитите и растот на БДП; комбинацијата на инструменти предизвикува помали трошоци/ефекти на благосостојбата, отколку посебна употреба на монетарни или макропрudentни политики.

Централните банки/монетарната политика можат да обезбедат експертиза и информации, како и силен поттик за зголемување на ефикасноста на макропрudentните политики. Експертизата на монетарните власти во анализата на системскиот ризик и макрофинансиските релации е многу корисна во калибрирањето на макропрudentните политики. Монетарните политики, исто така, имаат голем интерес за дизајнирањето и за ефективната апликација на макропрudentните инструменти, било да се директно или индиректно одговорни за нив (види поопширно Nier, 2009). Постојат повеќе причини за нивната меѓусебна поврзаност и синергија (види IMF, 2010a): 1) Неефективните макропрudentни инструменти го зголемуваат товарот на монетарната политика за намалување на зголемувањето на финансиските дебаланси во нормални времиња; 2) Неефективните макропрudentни политики, исто така, ја зголемуваат веројатноста дека централната банка ќе треба да обезбедува итна ликвидност за да се справи со системските шокови, што потенцијално може да влијае негативно на нејзиниот биланс и да го

---

<sup>98</sup> Детален осврт на литературата за направените истражувања на ефикасноста на макропрudentните инструменти (во најголем дел за специфични инструменти) види поопширно Galati and Moessner (2011), CGFS (2010).

комплицира спроведувањето на монетарната политика; 3) Употребата на макропрudentни политики влијае на трансмисиониот механизам на монетарната политика, било во време на криза или нормални времиња. Според тоа, останува многу работа за развој на институционалните аранжмани за поддршка на макропрudentните политики, вклучително и обезбедувањето на независноста на монетарната политика во тие рамки. Исто така, техничката соработка помеѓу функциите на макропрudentната и монетарната политика треба да биде обезбедена, без разлика на различните институционални аранжмани во различните земји (види поопширно Borio and Shim, 2007; Borio and Drehmann 2009; Trichet, 2010; IMFa, 2010; Galati and Moessner, 2011).

### **3.2. Стратегии за напуштање на активната макроекономска политика во услови на криза – излезни стратегии**

Многу економии низ целиот свет имплементираа политики со силно влијание и широк опфат со цел да ги ублажат или совладаат ефектите од финансиската криза и од глобалната рецесија. Како што ударот од глобалната криза почнува да ја губи силата, така креаторите на макроекономските политики треба да формулираат и да имплементираат стратегии за излез од политиките со коишто се интервенирало во условите на криза. Крајна цел на овие стратегии е постигнување силен, одржлив и балансиран економски раст. Ова бара голема фискална консолидација (како што тече заздравувањето на економиите), нормализирање на монетарната политика и отповикување на монетарните мерки користени за време на кризата, постепено повлекување од силната поддршка на финансискиот сектор и обезбедување координација и конзистентност на овие стратегии во рамките на економиите и на глобално ниво. Соодветниот тајминг, темпото и начинот на излез од политиките користени во услови на глобалната криза зависат во прв ред од состојбата во конкретната економија и од „здравјето“ на финансискиот систем. Клучен предизвик во овој случај ќе биде утврдувањето на нивната насока/приоритет/избор помеѓу прераното повлекување од овие политики, што би го загрозило процесот на економско заздравување и премногу долгото одржување на овие интервенции, што ќе ја „искриви“ приватната иницијатива и ќе создаде ризик за ценовната, финансиската и фискалната стабилност (види IMFc, 2010; IMFg, 2010).

Макроекономските стимулации не треба да бидат повлечени сè додека не постојат цврсти докази дека е воспоставена долгорочна финансиска стабилност и самоодржлив процес на закрепнување на приватната побарувачка. Дизајнирањето на тајмингот на повлекување од активните макроекономски политики е поврзан со голем број ризици и бара донесување тешки одлуки и постигнување разни консензуси. Една од клучните лекции од искуствата од слични кризи е тоа дека прераното повлекување од макроекономската поддршка може да предизвика големи загуби, посебно доколку финансискиот систем сè уште не е закрепнат. Според тоа, во тековниот случај изгледа дека потенцијалните ризици поврзани со прераното повлекување на макроекономските стимули ги надминуваат ризиците од задржување на поддршката подолго отколку што е потребно.

Условите во глобалната економија денес, со исклучок на неколку економии, не оправдуваат брзо и значајно повлекување од макроекономските стимули и финансиските политики (види поопширно IMFc, 2010). Имено, закрепнувањето останува бавно (посебно во развиените економии), проектирано е негативниот јаз на производството на глобално ниво да се задржи во наредните неколку години (види графикон бр. 2.16, II глава), Многу веројатно е дека невработеноста ќе остане висока (види графикон бр. 2.25, II глава) во развиените и економиите во развој, додека инфлациските притисоци засега остануваат ниски (види графикон бр. 2.25, Глава II). Имајќи ги предвид тековните предвидувања за стапките на раст на економиите на глобално ниво (посебно развиените – види графикон бр. 2.15, Глава II) и доказите за самоодржлива приватна побарувачка, многу е веројатно дека повлекувањето од најголемиот дел фискални и монетарни стимули ќе треба да биде одложено.

Ефективните излезни стратегии од активните макроекономски политики во услови на криза имаат неколку заеднички карактеристики: 1) Интеграција – стратегиите треба да ги интегрираат сите ентитети кои креираат политики; 2) Флексибилност – стратегиите треба да содржат некој степен на флексибилност во приспособувањето на формата и темпото во однос на непредвидени промени и ситуации; 3) Пазарно ориентирани – излезните стратегии треба да бидат насочени кон поврат на улогата на пазарните сили, дури и во секторите каде што државата имаше доминантна улога во условите на криза (во спротивно ќе има долгорочни последици по економскиот раст); 4) Јасна комуникација – базичните принципи и планови за излез треба да бидат донесени претходно, јасно и конзистентно претставени/објавени со цел да се намали неизвесноста, да се зауздаат очекувањата и да се добие поддршка од јавноста за нив.

Тајмингот и секвенцирањето на излезните стратегии е процес полн со предизвици, според тоа, при донесување на одлуките и преземањето на постапките треба да се посвети посебно внимание на комуникацијата. Оттука идентификувањето на релевантни индикатори за излез од секоја специфична мерка, споделувањето на погледите на властите за овие индикатори со пазарните субјекти и воздржувањето од претходно обврзување кон ригидни планови за дејствување, значајно ќе помогнат во ублажувањето на процесот на напуштање/излез и во избегнувањето на негативните ефекти од вознемирувањето на пазарите. Од тие причини, ММФ во едно свое истражување утврдува листа на индикатори која може да ги води креаторите на политиките низ процесот на излегување/напуштање на активните макроекономски политики во услови на криза (види поопширно IMFd, 2010). Овие индикатори генерално можат да се групираат во три области: макроекономски индикатори - растот на БДП, растот на домашната приватна побарувачка, стапките на невработеност, стапките на искористеност на капацитетите и стапките на инфлација/растот на цените; финансиски индикатори (цени) - распонот помеѓу LIBOR и OIS, VIX индексот, распоните на корпоративните CDS, распоните на државните CDS и кривите на принос); финансиски индикатори (количества) – кредитите во приватниот сектор, искористеноста на програмите за поддршка на ФЕД и ЕЦБ, гарантираните наспроти негарантираните/необезбедените издадени количества и рочноста на долгот на финансиските институции во САД и ЕУ.

### **3.2.1. Излезни стратегии за монетарната политика**

Глобалната економска криза ги принуди централните банки да користат широка лепеза на мерки и инструменти, кои во многу случаи беа без преседан во досегашната историја на монетарната политика. По подобрувањето на економските и финансиските услови, монетарната политика да се врати на операционата рамка од пред кризата, базирана на еден таргет – краткорочната (референтната) каматна стапка. Излезот од активната/експанзивната монетарна политика и пакетот користени мерки со соочува со неколку предизвици (види IMFc, 2010):

- Централните банки поседуваат мерки и способност да излезат/повлечат од монетарниот инструментариум користен во услови на криза, иако методите значајно ќе варираат во зависност од специфичните околности;
- За зголемување на референтната каматна стапка не е потребно претходно напуштање на кризните мерки;

- Независноста на централните банки треба да биде одржана со цел да се одржи ценовната стабилност во услови на напуштање на кризниот инструментариум.

Пред да ја елаборираме излезната монетарна стратегија, важно е да се спомне дека во услови на глобалната криза беа спроведени неколку оперативни мерки коишто би било полезно да се задржат и по завршувањето на кризата, затоа што тие можат да ја олеснат достапноста до ликвидност во разни економски околности (види поопширно IMFf,2010):

- Мерки за намалување на „пазарната стигма“ – обидите на централните банки да го намалат стравот кај банкарските институции од тоа дека користењето на програмите за обезбедување ликвидност (позајмување од централните банки) ќе испрати сигнал на пазарите дека тие имаат финансиски проблеми;
- Опфатот на висококвалитетен колатерал – проширување на подобноста на средствата во колатералните шеми на централните банки (посебно висококвалитетен колатерал) ќе го подобри менаџментот со ликвидноста во новите регулаторни режими, посебно ако пазарите се помалку активни споредено со периодот пред кризата;
- Проширување на субјектите вклучени во операциите на отворен пазар – одржувањето на голем број прифатливи/квалификувани субјекти, водејќи сметка за административните трошоци, може да ја зголеми ефикасноста при реализирањето на трансакциите на пазарот на пари, посебно во време на финансиско/економски шокови.

Намалувањето на финансиските/економските шокови и почетокот на економското закрепнување ќе доведе до ситуација кога централните банки треба да дизајнираат стратегија за излез од монетарните стимули. Централните банки ги поседуваат потребните средства за зацврстување на политиката, меѓутоа ќе биде тешко да се утврди тајмингот и степенот до кој таа треба да се консолидира. Монетарната политика генерално е поагилна од фискалната и, според тоа, може да се приспособи побрзо на соодветниот макроекономски микс. Клучната цел е одржување ценовна стабилност. Онаму каде што финансиската стабилност сè уште не е воспоставена или, пак, клучните пазари сè уште не функционираат, централните банки можеби ќе треба да ги задржат мерките што ги користеа во справувањето со кризата или, пак, да воведат нови (дури и во контекст на затегнување на монетарната политика). Зголемувањето на каматните стапки во голем број случаи не мора да чека повлекување од неконвенционалните монетарни политики (билансни политики). Ефективната рекапитализација на банките и реформата на финансиската супервизија и регулатива можат да обезбедат ефективни и издржани промени на позициите на монетарната политика.



Секвенционирањето на монетарната излезна стратегија ќе зависи не само од инфлациските притисоци, туку и од условите во финансискиот сектор и од пазарните услови. Неколку сценарија можат да бидат предвидени (види IMFc,2010):

а) закрепнати финансиски пазари – во овој случај, централните банки можат да ја апсорбираат ликвидноста најпрвин со повлекување од постојните аранжмани за обезбедување ликвидност и подоцна преку користењето на стандардните операции на отворен пазар;

б) нарушени услови на финансиските пазари (иако економското заздравување предизвикува инфлациски притисоци) – во овој случај, соодветен одговор би бил да се задржат мерките кои во фокус ги имаат нарушените пазари и институции, додека каматните стапки се зголемуваат. Понатаму, некои централни банки можеби ќе мораат да ги приспособат рамките на своите монетарни операции на порастот на каматните стапки со цел да се ограничи нестабилноста на пазарот на пари.

в) „прегреани“ финансиски пазари – користењето на зголемувањето на референтните стапки со цел да се запре порастот на цените на средствата (меурите) може да има несигурен ефект и може да стимулира дестабилизирање на капиталните приливи. Во овој случај се јавува потреба од макропрудентни мерки кои ќе бидат насочени кон порастот на цените на средствата и кон последиците од тоа.

Од централните банки (посебно во развиените економии) може да се очекува апсорбирање на огромните износи на ликвидност кои беа инјектирани во системот, штом условите на пазарите на пари и останатите финансиски пазари ќе се нормализираат. Прекумерното ниво на ликвидност не претставува закана за ценовната стабилност на краток рок, меѓутоа со текот на времето може да води до нарушување на пазарната инфраструктура и притисок на цените. Тајмингот и мерките за повлекувањето на ликвидноста треба внимателно да бидат дизајнирани и базирани на широк дијапазон индикатори (види поопширно IMFd, 2010). Централните банки имаат на располагање повеќе можности за повлекување на ликвидноста. Некои програми за обезбедување ликвидност се напуштаат без дополнителна интервенција, како што истекува временскиот период за кој било предвидено користењето на нивните инструменти. Исто така, централните банки можат да ги затегнат постојните критериуми/параметри со кои се обезбедува ликвидност, како на пр., кратење на рочноста на инструментите или намалување на фреквенцијата со која се спроведуваат операциите со кои се обезбедува ликвидност. Доколку, пак, се јави потреба за апсорбирање на ликвидноста предизвикана од купувањето големи количества хартии од вредност, можеби ќе треба да се дизајнира друг операционен

инструментариум (кој има свои позитивни и негативни ефекти) – обратни репо-трансакции (reverse repos), издавање сопствени хартии од вредност, прифаќање орочени депозити итн. (води IMFf, 2010)

Излезот/напуштањето на купувањето државни хартии од вредност може да се земе како сигнал дека е на пат позначаен тренд на заздравување на економиите. Преземањето на овие чекори треба да се спроведува внимателно, имајќи ги предвид бројните спротивставени цели, потребата од институционална координација, променливите пазарни услови и специфичните начини на кои тиетреба да бидат најавени на пазарите. Купувањето државни хартии од вредност имаше различни резултати во успешноста на намалувањето на долгорочните каматни стапки (поопширно види Gagnon at all., 2010). Меѓутоа, со оглед на нивната намена и специфичност, тајмингот и начинот на повлекувањето од овој инструментариум на монетарната политика треба да биде дизајниран имајќи ги предвид ризиците/предизвиците што го следат (види IMFf,2010): - Еден аспект претставува менаџментот со билансите на централните банки кои поседуваат значаен процент државни хартии од вредност, посебно управување со ризикот и транспарентноста со цел да се задржи кредибилитетот на централната банка (види поопширно BIS, 2009); - Друг аспект претставуваат ризиците што со себе ги носат овие хартии од вредност и нивното прифаќање/преземање од страна на државата (голем број централни банки воведоа правила за диверзификација на загубите, на пр., Министерството за финансии ги презеде првите 20\$ билиони од ФЕД, Банката на Англија ги презеде сите загуби поврзани со овие хартии од вредност итн.); - Посебно важен аспект претставуваат ефектите што ќе ги предизвика ослободувањето/продажбата на овие хартии од вредност. Во оваа насока, можно е значајно зголемување на кривата на принос на државните обврзници; понатаму можно е проширување на распонот на приватните обврзници; зголемување на финансиските трошоци за бизнисите и домаќинствата и ризици поврзани со движењата на пазарите за овие хартии од вредност (каматен ризик), што може да влијае на финансиската позиција на централната банка.

Што се однесува до излезот од политиките на купување/поседување приватни хартии од вредност, нормален потег би бил нивно отстранување од билансите на централните банки, затоа што тие претставуваат квазифискални операции. Овие хартии од вредност ги изложуваат централните банки на кредитен ризик и алоцираат ресурси во специфични економски сектори, дури и на специфични економски субјекти. Тие не претставуваат операции за управување со ликвидноста и можат да предизвикаат компликации во тековното спроведување на тие операции. Според тоа, вообичаено е ризиците и товарот што го имаат централните банки

поврзан со купувањето приватни хартии од вредност да биде преземен од страна на државата. Карактеристиките поврзани со поседувањето и продажбите на овие хартии од вредност се слични со наведените за државните хартии од вредност со посебен фокус на следењето на пазарните индикатори, кои ги вклучуваат променливоста на цените и обртот (види поопширно IMFd, 2010).

За успешно спроведување излезна стратегија од активната (во најголем број случаи експанзивна) монетарна политика од пресудно значење е ефективната и иновативната комуникација, бидејќи потенцијалните ризици да се појави конфузност во сигналите се големи. На пр.: намалување на ликвидносната поддршка за специфични пазари или зголемување на референтната каматна стапка лесно може да се протолкува како затегнување на монетарната политика или како намалување на поддршката за погодените пазари. Според тоа, централните банки би требало да креираат генерална стратегија за излез од мерките користени во условите на глобалната криза со внимателно објаснување на различните акции. Во оваа насока, треба да се избегнува детално прецизирање однапред на сите чекори што ќе бидат преземени (иако и оваа стратегија има позитивни страни), имајќи ја предвид неизвесната економска околина, како и внимателно и конзистентно составување на пораките кои се дистрибуираат на јавноста/пазарите. Посебен предизвик, покрај конзистентната и транспарентна комуникација, претставува одржувањето на независноста на централните банки – ограничување на притисоците и поддршка од страна на државата.

### **3.2.2. Излезни стратегии за фискалната политика**

На глобално ниво, кризата имаше најширок и најсилен удар на јавните финансии почнувајќи од Втората светска војна. Во 2007 година, скоро 40% од земјите (примерок од 32 развиени, 44 земји во развој и 49 нискоразвиени земји) имале суфицити во своите фискални биланси. Во 2009 година, овој процент се намалил на 10%, додека, само за споредба, процентот на земјите со дефицити над 3% од БДП се зголемил од 20% на 70%. Зголемувањето на долгот на државата е најкарактеристично за развиените економии, иако импликациите се значајни и за земјите во развој и за земјите со ниско ниво на доход. Во развиените земји (Г–20), дефицитите се зголемија од 2% од БДП во 2007 г. на 10% од БДП во 2009 г., што не произлегува само од цикличните фактори, од операциите за финансиска поддршка и стимулациите, туку и од значајното зголемување на нестимулативното трошење (структурните примарни дефицити

значајно се зголемија). Според тоа, во овие земји е проектирано зголемување на долгот во однос на БДП од 73% во 2007 г. на 109% во 2014 г. Во земјите во развој, трендовите на задолжување се генерално поповолни, како резултат на помалите загуби во производството во условите на криза и пониските примарни дефицити, фискалната консолидација и значајните стапки на раст пред почетокот на глобалната криза. Овие економии се соочуваат со ризици од меѓународно прелевање на ефектите од кризата и зголемување на трошоците на позајмување (истиснување на позајмувачите од земјите во развој) како резултат на големото задолжување во развиените економии (види поопширно IMFg, 2010; Cottarelli et al., 2009; Fiscal Monitor, 2012).

Дизајнирањето и презентирањето (комуникацијата) на излезните стратегии за да се обезбеди фискална солвентност и јавна доверба во нив се топ-приоритети за креаторите на овие политики. Потребни се сеопфатни, кредибилни и транспарентни стратегии за фискална консолидација со цел да се зајакне фискалната солвентност, да се зауздаат инфлациските очекувања, да се ограничи можното зголемување на трошоците за позајмување и да се намали веројатноста за намалување на економскиот раст и неповолната динамика на јавното задолжување.

Во дизајнирањето излезна фискална стратегија, клучна одлука претставува *стабилизирањето на јавниот долг – дали јавното задолжување да се стабилизира на посткризното ниво или долгот да се намали на некое разумно ниво?* Постојат силни причини за тоа дека таргетот на јавниот долг не треба да биде поставен на посткризните високи нивоа, туку треба да таргетира на пониско разумно ниво: Прво, за најголем дел од развиените земји стабилизирањето на нивото на задолжување на посткризното ниво ќе оневозможи создавање адекватен фискален простор за флексибилен одговор доколку се појави кризна состојба во иднина; Второ, високото ниво на долг е придружено со поголема осетливост/ранливост на негативни економски промени, на економиите кај коишто постои (дури и делумно) фискален ризик; Трето, доколку високото ниво на долг се одржува кај поголем број големи економии во исто време, ќе има за последица зголемување на реалните каматни стапки на глобално ниво,<sup>99</sup> што ќе влијае негативно на приватните инвестиции и економскиот раст и, иако е тешко да се воспостави директна врска, високиот долг многу често е придружен со намален економски раст. Специфичното ниво на задолжување треба да ги рефлектира карактеристиките на секоја

---

<sup>99</sup> IMF анализите/проценките покажале дека зголемувањето на јавното задолжување за 1% од БДП предизвикува зголемување на приносот на државните обврзници за 5 базични поени – види Fiscal Affairs Department (2009).

посебна економија, што вклучува – иницијалното ниво на долг и неговата структура, како и длабочината на финансиските пазари (види IMFc, 2010; IMFg, 2010).

*Фискалното приспособување бара значајни подобрувања на структурните примарни дефицити.* Како пример ќе ги земеме развиените економии каде што предизвиците во оваа сфера се далеку поголеми и за појасно претставување ќе земеме едно сценарио.<sup>100</sup> За најголемиот дел од развиените економии, стапките на долг од 60% од БДП (просечната стапка на задолжување на Г-20 најразвиени економии во 2007 г.) можат да бидат соодветни, додека за земјите во развој овие стапки треба да бидат уште пониски. Во оваа насока, приспособувањето на јавниот долг до нивото од 60% во 2030 г. ќе бара постепено зголемување на структурните примарни салда од дефицит 4,33% од БДП во 2010 г. на суфицит од 3,67% од БДП во 2020 г., како и задржување на достигнатото ниво во текот на следната декада (види подетално Табела бр. 3.8 подолу и табела бр. 3.9 и 3.10 во анексот). Ова приспособување ќе биде тешко да се постигне, меѓутоа не е невозможно, имајќи предвид дека 20 развиени економии и 30 економии во развој во последните четири декади ги приспособиле своите структурни примарни салда за најмалку 5% од БДП (додека 10 развиени и 12 земји во развој за дури повеќе од 10 % од БДП).

Табела бр. 3.8

<b>Потребно подобрување на примарните позиции, 2011-2020 г. (п.п. од БДП)</b>	
Циклично приспособено примарно салдо во 2010 г.	-4 ½
Циклично приспособено примарно салдо во 2020 г.	4 2/3
Подобрување/напредок во циклично приспособеното примарно салдо	8
Овозможување на фискалниот стимул да заврши/истече	1 ½
„Замрзнување“ на реалните расходи надвор од расходите за пензиско и здравствено осигурување	3 ½
Зголемување на даноците	3
Меморандум ставка Мерки за одржување на расходите за здравствено и пензиско осигурување константни во однос на БДП	4-5

Извор: IMF staff estimates, 2010

Што е решението за ваквите големи фискални предизвици пред кои се поставени економиите на глобално ниво (пред сè, развиените економии)? *Се јавуваат некои размислувања дека повисоката инфлација е разумна цена да се плати со цел да се намали реалната цена на*

<sup>100</sup> Види IMF, World Economic Outlook, January 2010 и IMF анализа во IMFg, 2010.

*долгот*. Неочекуваното зголемување на инфлацијата може да ја намали реалната вредност на јавниот долг, додека дури и антиципираното зголемување придонесува за пораст на сењоражот кој може да помогне во плаќање на долгот. Меѓутоа негативните ефекти од ваквото решение се многу поголеми од придобивките – зголемувањето на инфлацијата ќе придонесе за зголемување на долгорочните каматни стапки и за покачување на цената на рефинансирање на достасаниот долг во иднина, ќе ги зголеми нарушувањата во алокацијата на ресурсите, ќе го намали економскиот раст, ќе ги погоди сиромашните, ќе предизвика социјална и политичка нестабилност и ќе наметне значајни трошоци/загуби на аутпут за нејзино стабилизирање во иднина (види IMFg, 2010).

Фискално-излезната стратегија не е толку едноставна и зголемувањето на инфлацијата не е издржано решение. Според тоа, на кој начин можат да се приспособат јавните финансии и каква е структурата на тоа приспособување? *Оптималната излезна стратегија се состои од комбинирано приспособување: излез (повлекување) од фискалните стимули; структурни фискални реформи – намалување на јавните расходи, пред сè, пензиското и здравственото осигурување и задржување на останатите расходи во однос на БДП на достигнатото ниво; зголемување на јавните приходи* (види поопширно IMFc, 2010; IMFg,2010) <sup>101</sup>.

- Повлекувањето на фискалните стимули не би требало да претставува голем предизвик како компонента на излезната стратегија, имајќи предвид дека голем дел од стимулациите се привремени. Само една петтина од фискалните стимули се постојани и ќе биде потребна дискрециона акција за нивно напуштање. Фискалните стимули обично се состојат од временски ограничени мерки (инвестициски проекти, еднократни даночни намалувања итн.) или имаа прецизни правила за нивно повлекување, за разлика од јавните приходи (даночните мерки) каде што повеќе од половината се постојани.

- структурните фискални реформи треба да се дизајнираат во зависност од специфичните услови во економиите. Во овој случај, посебно е значајно: даночниот товар во голем дел од развиените економии е веќе на високо ниво, што упатува на тоа дека најголем дел од приспособувањето треба да се врши на делот на јавните расходи; притисоците од стареењето на населението (посебно во развиените земји) упатува на тоа дека бенефициите поврзани со овие процеси треба да се реформираат. Критично во овој дел од излезната стратегија претставуваат реформите на пензиското и здравственото осигурување. Овие расходи денес претставуваат

---

<sup>101</sup> Аналогно на претходното сценарио од ММФ придонесот на овие компоненти во фискалната излезна стратегија би изнесувале: напуштање на фискалните стимули (1,5%), реформи на пензиското и здравственото осигурување (3,5%) и зголемување на јавните приходи (3%) – види IMFg (2010).

значаен дел од вкупното јавно трошење (1/3 од јавните расходи во Г-7), додека проценето е дека нивната нето-сегашна вредност од идното зголемување на трошоците, како резултат на стареењето на населението, е повеќе од десет пати поголема, споредено со фискалните трошоци од глобалната криза (види поопширно Cottarelli et al., 2009). Можна цел во оваа компонента претставува избегнување на зголемувањето на трошоците за овие намени како процент од БДП, што е извонредно тешка задача, имајќи ги предвид демографските притисоци. Можни мерки во насока на нивно стабилизирање во однос на БДП во идниот период се: покачување на возрастната граница за пензионирање, намалување на пензиите и зголемување на придонесите по овие намени. Имајќи предвид дека намалувањето на расходите за пензиско и здравствено осигурување се премногу амбициозни, потребно е да се направи обид за намалување на останатите реални примарни расходи по глава на жител. На пример, елиминирањето на субвенциите за енергија може да обезбедат значителни заштеди во оваа област. Сепак, во спроведувањето на овие програми треба да се води сметка за невработените и сиромашните, што треба да придонесе за социјална и политичка одржливост на овие стратегии.

- Зголемувањето на јавните приходи преку даночната политика и административните мерки, исто така, мора да биде дел од излезните стратегии во многу земји. Приоритет треба да биде даден на намалувањето или елиминирањето на специјалните третмани и борба против евазијата и избегнувањата (агресивното даночно планирање, даночните рајови итн.). Приходите од давачките поврзани со еколошките стандарди (емисијата на гасови и др.) треба да добиваат сè поголем удел во јавните приходи. Покрај ова, во голем број економии нема да може да се избегне и зголемувањето на јавните приходи со зголемување на даночните стапки на селектирани даноци.

Добро дизајнираните излезни стратегии се пресудни за ефикасна фискална консолидација и постигнување одржлив економски раст, меѓутоа тие ја претставуваат едната страна од медалот. Нивната ефикасна примена и мониторингот ја претставуваат другата страна која ја затвора успешната приказна. *Силни буџетски институции и аранжмани се неопходни за успешна излезна стратегија.* Силните буџетски институции можат да играат важна улога во главни три фази од креирањето на фискалната излезна стратегија (види поопширно IMFg, 2010): разбирање на обемот и опсегот на фискалниот предизвик во насока на дизајнирање на потребното фискално приспособување; развивање кредибилна стратегија за фискална консолидација и спроведување на стратегијата за консолидација преку буџетскиот процес.

*Менаџментот на државните биланси, исто така, игра важна улога во поддршката на фискалната консолидација.* Во текот на кризата, државите акумулираа значајно количество финансиски средства, кои треба соодветно да бидат менаџирани и кои бараат посебен план за излез. Од друга страна, постојат и големи јавни обврски кои во иднина ќе треба да бидат консолидирани. Според тоа, во оваа насока може да се наведат неколку насоки кои ќе бидат во поддршка на ефикасната фискална консолидација (види поопширно IMFc, 2010): соодветен менаџмент и располагање со финансиските средства може да придонесе за намалување на јавниот долг; треба да биде воведен систем и методи за проценка на ризиците, известување и флексибилно дејствување во определени ситуации; државите ќе треба да ги надоместат трошоците предизвикани од квазифискалните мерки (од страна на централните банки и другите агенции); да се спроведе ефикасна приватизација на државните средства што треба да се земе како една можност за намалување на јавниот долг; внимателен менаџмент со рочната структура на долгот во услови предизвикани од закрепнувањето на економиите.

### **3.2.3. Излезни стратегии од интервенциите во финансискиот сектор**

Иако фокусот на нашето истражување првенствено е ставен на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната), не е можно да се анализираат и елаборираат политиките за справување со глобалната економска криза без да се посвети определен простор на интервенциите (и стратегиите за нивно напуштање) во финансискиот сектор, затоа што тие во голем број точки се приближуваат до мерките на клучните макроекономски политики и имаат значајно влијание на макроекономската околина во една економија.

Најголем дел од мерките/интервенциите во финансискиот сектор имаат поставено двојна цел – обновување на довербата кај кредиторите и реструктурирање на банкарскиот/финансискиот систем. Генерално, тие ги опфаќаат програмите за осигурувањето на депозиторите, поддршка/инјектирање капитал, гаранции за средства и долгови и купување „лоши“ средства/хартии од вредност. Темпото на воведување нови мерки од денешна перспектива е значајно намалено, а стратегиите за нивно напуштање веќе во голем број земји се дефинирани и се применуваат (види поопширно G-20, 2009). Една анализа на напуштањето на програмите за поддршка на финансискиот сектор покажува дека: програмите за осигурувањето на депозитите немаат некои поголеми модификации од почетокот на кризата и се очекува тие



да се напуштат во следните неколку години; поддршката на банките и другите финансиски институции се намалува, а нивниот обем се стабилизира; гаранциите за новоиздадениот долг – најголем дел се воведоа во 2008/2009 г. и голем дел од нив се напуштија 2009/2010 г. (види табела бр. 3.11).

Табела бр. 3.11 - Истекување на финансиските програми за поддршка на банките во справување со кризата

	Истечени 2009	Очекувано истекување на рокот				
		2010	2011	2012	2013	2014
Вкупно	23	31	6	1	2	...
Програми за обезбедување гаранции при задолжување/издавање долг	13	21	6	1	2	...
Осигурување на депозити	2	4	6	1	2	...
Долг/Меѓубанкарско позајмување	11	17	...	...	...	...
Рекапитализација	8	7	...	...	...	...
Менаџирање со средства/Гаранција	2	3	...	1	...	1

Извор: Monetary and Capital Markets Department (базирано на примерок од 60 земји).

За ефективното напуштање на доминантниот дел од мерките за финансиска поддршка потребна е флексибилност и јасна насока на одлучувањето со цел да се одржи пазарната доверба. Потребно е да се биде посебно внимателен при дизајнирањето временски рамки во кои треба да се реализираат стратегиите за излез. Отстранувањето на механизмите за поддршка треба да биде дизајнирано со цел да се задржат постигнатите придобивки и нивното отстранување да не се доживее од пазарите како голем настан/пресврт во креирањето на политиката (на пр., користење некоја хиерархија при напуштањето на механизмите за поддршка). Голем предизвик претставува обезбедувањето стабилен и сигурен финансиски систем во процесот на напуштање на мерките за поддршка во услови на криза, како и менувањето на фокусот на овие политики од системско ниво на ниво на специфични институции. Ова ќе бара значително унапредување и подобрување на финансиската регулатива и супервизорските рамки. Во меѓувреме, супервизијата треба да обезбеди, од една страна, превентива од повторно појавување (продолжување) на ризичните активности кои можат да иницираат кризи, а од друга страна, да се бори со моралниот хазард како резултат на мерките за справување со кризите. За да биде успешна оваа рамка на глобално ниво, неопходен е конзистентен меѓународен пристап кој ќе го намали ризикот од прелевање на негативни и дестабилизирачки ефекти. Карактеристиките на излезната стратегија од домашната и

меѓународната поддршка на финансискиот сектор можат да се сумираат накратко (види поопширно IMFс, 2010):

- Напуштањето на мерките за поддршка на финансискиот сектор бара флексибилност и проценка во зависност од финансиската моќ на секоја економија;
- Излезот од овие мерки ќе биде олеснет преку влијанието на поттикот што ги прави овие програми за поддршка помалку атрактивни;
- Ќе бидат потребни нова регулаторна финансиска рамка и повеќе капитал за да се намалат ризиците од напуштањето на финансиските политики за справување со кризата;
- Меѓународната конзистентност е особено важна за оваа излезна стратегија, посебно помеѓу земјите кои меѓусебно имаат силни финансиски врски.

### **3.3. Лекции научени од глобалната криза и импликации за креирањето на макроекономската политика**

Кризата покажа дека макроекономистите и централните банки знаат помалку отколку што мислеа дека знаат. Според тоа, гледајќи напред кон иднината, рамката на макроекономската политика треба да биде редизајнирана со цел да се вклучат лекциите од кризата. Овие цели ги вклучуваат целите на монетарната политика, врските помеѓу монетарната и политиката на регулација и фискалната политика.

Финансиската и макроекономска криза која започна 2007/2008 г. ги разниша некои од основните постулати на кои беше заснована рамката на макроекономската политика (види Romer, 2011):

-Мислевме дека макроекономските флукуации се под контрола, меѓутоа тие нè казнија поради нивното занемарување;

-Мислевме дека нултата граница на номиналната каматна стапка не претставува или претставува минимален проблем, меѓутоа се покажа дека таа е централна за однесувањето на макроекономијата;

-Не посветувавме многу внимание на финансиската регулација и на финансиските нарушувања во макроекономијата, меѓутоа се покажа дека тие се клучни за макроекономските перформанси;

-Идејата дека креаторите на економската политика ќе толерираат период (неколку години) кога стапката на невработеност е значајно зголемена како резултат на недостаток/намалена агрегатна побарувачка е од незамислива до пред пет години стана реалност денес;

-Водечките новокејнзијански (DSGE) модели на кои макроекономијата посветуваше толку многу внимание беа од мала помош при справувањето со најголемата макроекономска криза во последните 75 години.

Анализата на лекциите од глобалната економска криза и нивните импликации на макроекономските политики бара детално познавање на проблемите и причините што доведоа

до денешната криза<sup>102</sup> – глобалните дебаланси, релаксираната монетарна политика, новата финансиска архитектура и односи, неадекватната регулатива/супервизија, меурите на пазарот на недвижности. Понатаму, посебно релевантна е анализата на макроекономските политики, кои најпрвин дозволија наведените причини да се материјализираат, а потоа и релативно соодветниот одговор за нивно надминување. Заедничката анализа на овие две компоненти ни ја дава основата за креирање на новата макроекономска рамка, односно лекциите што макроекономската политики ги научи од глобалната економска криза.

Тековната економска слика на глобално ниво ја карактеризираат проблемите во банкарскиот/финансискиот сектор и глобалната контракција на реалната економија. Оваа специфична комбинација на фактори кои ја генерираа глобалната криза бараше стратешки координирани макроекономски политики – поента околу која сите економисти и креатори на економската политика широко се согласуваат. Важна цел на макроекономскиот микс претставуваше и сè уште претставува – зголемувањето на агрегатната побарувачка и закрепнувањето на реалната економија, закајнувањето на билансите на банкарските/финансиските институции и обезбедувањето непречено функционирање на финансискиот систем. Остварувањето на овие цели е значајно поврзано со добро одбрана комбинација на експанзивни монетарни и фискални политики. Економската околина која ја креираше кризата наложи преземените монетарните мерки длабоко да ги поминат границите на оперативната рамка на монетарната политика. Покрај монетарната политика, важен столб на макроекономската рамка за излез од кризата претставуваше и експанзивната фискална политика која имаше значајна улога во зајакнувањето на агрегатната побарувачка и во поддршката на реалниот сектор и спасувањето на финансискиот сектор<sup>103</sup>. Природата, причините и последиците од глобалната криза кои длабоко навлегуваат во структурата и механизмот на функционирање на финансискиот сектор упатуваат на тоа дека важен и неразделен дел од макроекономската рамка (иако значаен дел од овие мерки и инструменти се дел од микроекономската рамка) претставуваат и политиките на регулација, супервизија и меѓународната финансиска архитектура.

Голем број трудови ги анализираат научените лекции од глобалната економска криза, кои се разликуваат во значајна мера, имајќи ги предвид различните аспекти и различните области/проблеми кои беа зафатени од виорот на кризата. Некои од овие лекции за некого ќе

---

<sup>102</sup> Причините што доведоа до денешната глобална економска криза беа детално елаборирани во втората глава од трудот.

изгледаат како повторување на познати работи или утврдени практики, меѓутоа понекогаш акцентот на погрешна политика/проблем или нејзиното занемарување има поголеми последици, отколку нејзиното непознавање. Bernanke (2010) во едно свое обраќање се осврнува на четири лекции: првата – економскиот просперитет во голема мера зависи од финансиската стабилност и здравиот финансиски систем; втората – креаторите на политиките треба да одговорат силно, креативно и одлучно со цел ефикасно да се справат со острите финансиски кризи; третата – глобалните кризи бараат меѓународен одговор на политиките – глобалната економија и финансиските системи ќе потонот или ќе пливаат заедно и четвртата, посебно важна, историјата никогаш не претставува совршен водич, што најдобро може да се согледа од зборовите на Марк Твен – „Историјата не се повторува меѓутоа може да се римува“<sup>104</sup>. Blanshard et al. (2010), во трудот во кој зборуваат за преиспитувањето на економската политика, посочуваат неколку клучни точки: стабилната инфлација може да биде потребна, меѓутоа не и доволна; ниската инфлација го лимитира опфатот на монетарната политика во услови на дефлаторни рецесии; финансиската интермедијација е од посебно значење; контрацикличната фискална политика е важно средство во услови на криза; регулацијата не е макроекономски неутрална; потребно е реинтерпретирање на „Големата модерација“ (Great Moderation).

Имајќи го предвид кажаното, во овој дел од дисертацијата ќе се обидеме врз основа на анализата на одговорот на клучните макроекономски политики, елаборирана во претходните точки од Глава III, и расположливата литература која ја обработува оваа област да ги сублимираме главните лекции од глобалната економска криза. Анализата доминантно ќе ги опфати лекциите/импликациите за монетарната и за фискалната политика. Поради специфичноста на ефектите од кризата, испреплетеноста на инструментариумот користен за справување со нив, а со цел комплетирање на пакетот на политики кои треба да обезбедат стабилна макроекономска околина, чувствуваеме потреба рамката на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) да се дополни со кратко елаборирање на регулативата, супервизијата и редизјнирањето на меѓународната финансиска архитектура (посебно деловите релевантни за рамката на макроекономската политика).

---

<sup>104</sup> Голем број од наведените лекции креаторите на економските политики ги учеа и изнаоѓаа разни решенија уште во екот на денешната економска криза, чишто резултати (позитивни или негативни) ќе ги видиме во иднина. Меѓутоа, сигурно е дека трагата што ја оставија ќе биде земена предвид во идната генерална макроекономска рамка.

### 3.3.1. Лекции за монетарната политика

Глобалната економска криза ја покажа важноста и ризиците што може да произлезат од финансискиот сектор за финансиските односи/инфраструктура, за економската активност и за макроекономската политика. Нултата граница на каматната стапка се покажа како посериозен проблем и ограничување за монетарната политика отколку што се мислеше, стабилноста на производството и цените се покажа како недоволна мерка за ефикасноста на економската политика и за здравјето на економскиот систем, монетарната политика ги прошири своите граници со цел да ги надмине ограничувањата и да пружи поголема поддршка во услови на криза, трошоците од пукање на меурот и кризата во финансискиот сектор силно ја поттикнаа дебатата за проактивната монетарна политика во услови на криза, наспроти „чистење“ по кризата. Овие и низа други предизвици ја покренала дебатата за лекциите и потребите од редицајнирање на рамката на монетарната политика по кризата со цел да се зголеми нејзината ефикасност и да се одржи нејзината функција и цел. Mishkin (2010), осврнувајќи се на стратегиите на монетарната политика и на научените лекции, се обидува да направи анализа за издржаноста на деветте основни принципи за монетарната политика кои до глобалната криза биле релевантни/издржани: инфлацијата секогаш и секаде е монетарен феномен; ценовната стабилност носи важни придобивки; не постои долгорочна размена помеѓу инфлацијата и невработеноста; очекувањата имаат круцијална улога во макроекономијата; Тејлоровиот принцип е потребен за ценовна стабилност; проблемот на временска неконзистентност е релевантен; независноста на централната банка ги подобрува макроекономските перформанси; кредибилното обврзување за номинално сидро промовира стабилност на производството и цените; финансиските несогласувања играат важна улога во економскиот циклус. Според Мишкин, сите основни принципи кои важеле пред кризата остануваат во важност и по неа, единствено што последниот (деветтиот) принцип – финансиските несогласувања играат важна улога во економскиот циклус, исто така е валиден, меѓутоа неговото значење е поголемо од она кое било антиципирано од централните банки пред кризата. Јас на ова би додал: „ѓаволот е во деталите“, т.е. иако основните принципи на монетарната политика, во суштина сè уште се релевантни, изменетата финансиска и економска околина бараат тие да се додефинираат, потенцираат (да се дискутира нивната релевантност или отстапувањето од нив во определени кризни ситуации), а посебно треба да се постави прашањето дали тие се доволни и не постои потреба од нивно дополнување со некој нов принцип кој ќе произлезе од лекциите што ни ги даде глобалната криза.

1) Дилемата на монетарната политика „Lean vs. Clean“ (види поопширно Mishkin, 2010; White, 2010; Furceri and Mourougane, 2009). Оваа дебата, која стана посебно актуелна во денешната глобална економска криза, се однесува на дилемата дали монетарната политика треба да дејствува при потенцијалните закани од создавање меури – раст на цените на средствата.<sup>105</sup> Од глобалната економска криза научивме дека прскањето на меурот воден од високиот кредитен раст и од финансиските дебаланси, покрај тоа што предизвикува големи трошоци, го прави многу тешко „чистењето“ на финансиските и економските последици. Овие типови меури можат да се создадат дури и ако периодот до нивното појавување го карактеризира стабилен економски раст и цени, всушност, долготрајноста на таков период може дури да го охрабри создавањето меури. Според тоа, оваа дебата можеме да ја дополниме со лекцијата дека **трошоците за „чистење“ по финансиската криза се исклучително високи.** Покрај големите загуби на производството, предизвикани од глобалната рецесија, финансиската криза предизвикува и други дополнителни трошоци кои уште повеќе ги зголемуваат загубите: финансиските кризи обично се следени од многу бавен раст; фискалните позиции на државите силно се влошија; излезната стратегија на централните банки може да биде доста сложена и да го загрози успешното и кредибилно функционирање на централните банки во иднина. Според ова, важноста на монетарната политика во дејствувањето на потенцијалните закани е поголема од „чистењето“ по нејзиното материјализирање. Како поткрепа на ова може да се наведе и расположливоста на податоци и информации со кои централните банки и финансиските регулатори располагаат, а се однесуваат на промената на премиите за ризик, зголемувањето на кредитниот раст и изложеност, олабавувањето на кредитните стандарди итн. Доколку дебатата се насочи кон можноста монетарната политика да реагира на потенцијалните закани, тогаш логичко прашање е како да се направи тоа? Нема да навлегуваме во објаснување на оваа проблематика имајќи предвид дека веќе дел од оваа глава екстензивно ги елаборираше клучните макроекономски политики кои се спротивставија на глобалната криза, а покрај тоа, дел од оваа проблематика ќе биде предмет на други лекции што ги иницираше кризата. За нашата дебата е важно само да посочиме дека на една страна ги имаме макропрudentните политики и регулатива, додека на друга е влијанието на монетарната политика на креирањето кредитни меури „risk taking channel of monetary policy“ (види поопширно Tobias and Shin, 2010).

---

<sup>105</sup> Финансиската историја распознава два типа на меури – едни кои се водени од остриот кредитен раст во економијата „credit-driven bubbles“, кои се посебно опасни за финансискиот систем и за економијата и меури кои се водени од премногу оптимистичките очекувања, односно од ирационалниот ентузијазам „irrational exuberance bubbles“ кои се помалку опасни од претходно споменатите.

Ако се има предвид дека постои потврда дека монетарната политика има влијание на преземањето ризик, дали тоа значи дека таа треба да се користи во спречувањето на создавање меури? Меѓутоа, постојат и силни аргументи против тоа – најопшто, ако монетарната политика се користи за спомената цел, тоа ќе биде прекршување на стариот принцип на Тинберген (1939) – еден инструмент да се користи за две цели: стабилизирање на финансискиот сектор и стабилизирање на економијата. Покрај тоа, имаме и друг инструмент (макропрудентните политики) кој може да се користи за стабилизирање на финансискиот сектор. Разните аспекти на оваа дебата покажуваат дека одлуката да се користи монетарната политика за превенција од создавањето меури не е лесна. Ова упатува на тоа дека постои размена “trade-off” кај монетарната политика помеѓу финансиската стабилност и стабилноста на цените и на аутпутот. Давањето друга цел на монетарната политика може да води до забуна околу определбата на централната банка за ценовна стабилност, притоа ослабувајќи го номиналното сидро, со потенцијално негативни ефекти за економијата. Друга опасност од промовирањето на финансиската стабилност од централната банка претставува одлуката да се затегне монетарната политика кога не е потребно со цел да се спречи создавањето на кредитниот меур. Меѓутоа, оваа дебата и ваквото размислување се сè уште актуелни денес и се предизвик за креаторите на монетарната политика во многу земји.

**2) Шпекулативните меури/бумови е тешко однапред да се идентификуваат со сигурност** – Глобалната економска криза покажа дека, иако очигледно се зголемуваа неусогласеностите и ризиците во финансискиот сектор, сепак не можеше да се идентификува меурот на пазарот на недвижности (и на целиот финансиски сектор) кој сè повеќе растеше. Уште повеќе се зголемува важноста на оваа проблематика ако се земе предвид дека во периодот во кој се создаваше меурот креаторите на политиките беа релаксирани дека варијаблите и параметрите што ги набљудуваат се во рамките на нормалните граници (стапката на инфлација, економскиот раст и голем број финансиски варијабли кои се сметаа за релевантни). Некои истражувања покажуваат дека е полесно да се утврдат кредитните меури отколку меурите на цените на средствата (овие вклучуваат кредитно водени меури и меури на ирационален ентузијазам), па затоа е поголема важноста на овие меури за монетарната политика (види поопширно White, 2009; Mishkin, 2010). **Според тоа, една од клучните лекции за креаторите на монетарната политика во оваа насока претставува креирањето механизам и инструменти кои ќе детектираат и сигнализираат кога кредитните меури се развиваат** – високиот кредитен раст, зголемениот левериџ, ниските маргини на ризик, анализа на

кредитните стандарди и политики итн. Анализата на потенцијално неодржливиот раст на кредитите и левериџот е комплексна и бара да се земат предвид корпорациите, домаќинствата и финансиските посредници (види поопширно IMFf, 2009). Мониторингот на кредитните пазари и пазарите на останатите финансиски инструменти и посредници ќе стане активност од посебна важност за централните банки и според тоа, истражувањата на ова поле и реформите во оваа насока се од исклучителна важност.

**3) Влијанието на монетарната политика (ниските референтни каматни стапки) на преземањето ризик** (види поопширно Jiménez et al., 2007). Постојат бројни теоретски и емпириски истражувања кои утврдуваат дека монетарната политика може да има важна улога во креирањето кредитни меури и во зголеменото преземање на ризик. Најчесто се сретнуваат неколку канали преку кои ниските референтни каматни стапки можат да влијаат на преземањето ризик (види поопширно Mishkin, 2010; Adrian and Shin, 2010; Gambacorta, 2009; Tirole and Farhi, 2009): ниските каматни стапки можат да го зголемат поттикот кај менаџерите кои управуваат со средствата и ризиците (asset managers) во финансиските институции за „потрага по профити“ и според тоа, значајно да го зголемат преземањето ризици; ниските референтни каматни стапки ги зголемуваат каматните маргини (можат да ги зголемат и вредностите на колатаралот) и ја зголемуваат вредноста на финансиските компании со што се зголемува нивниот капацитет за зголемување на левериџот и преземањето ризик; иако посакувана од аспект на воспоставување кредибилитет и силно номинално сидро, предвидливата монетарна политика може да ја намали несигурноста и да ги охрабри финансиските менаџери (институциите) да го потценат ризикот; монетарната политика со „чистењето“ по финансиските колапси, преку намалување на референтната каматна стапка (Greenspan put), води до: формирање морален hazard во кој финансиските институции очекуваат централната банка да ги спасува од лошите инвестиции; го зголемува и системскиот ризик затоа што тоа се остварува кога голем број финансиски компании имаат нарушувања што ги стимулира да спроведуваат слични инвестициски стратегии.

**4) Референтната каматна стапка е слабо и неефикасно средство за справување со зголемениот левериџ, со преземањето ризик и со девијацијата на цените на средствата** (види поопширно Claessens et al., 2010) Доколку навистина ниските каматни стапки водат до зголемување на левериџот и до поголемо преземање ризик, тогаш само по себе се поставува прашањето: Дали централната банка треба да ја одржува референтната каматна стапка на повисоко ниво од нивото имплицирано од стандардното каматно правило? Како што веќе



спомнавме претходно, доколку монетарната политика не располага со други инструменти, таа ќе се соочи со тежок избор, морајќи да прифати просечен позитивен јаз на производството во замена за помало преземање ризик. Покрај ова, во текот на големите експанзии, очекуваниот поврат на инвестициите може да биде толку голем што маргиналните промени на каматните стапки можат многу малку да влијаат на инвестициските одлуки. Колку што е поголема експанзијата/бумот, толку повеќе шпекулативната компонента на нивните инвестициски одлуки помалку корелира со каматната стапка на централната банка.<sup>106</sup> Не треба да заборавиме тука да ја спомнеме важната лекција што ја научивме – дека нултата граница на каматната стапка е поголем проблем отколку што се мислеше, кој значајно го ограничува опсегот на делување на монетарната политика. Постои широка дебата за големината на тоа ограничување, имајќи ги предвид неконвенционалните мерки и нивната ефикасност, меѓутоа јасно е дека основното средство на монетарната политика (референтната стапка) во условите на криза стигна до својата граница. Според тоа, во отсуство на широкиот неконвенционален инструментариум и макропрudentната поддршка, **монетарната политика сама не е ефикасно средство за справување со шпекулативните меури/бумови** (види поопширно IMFf, 2009).

**5) Лажна дихотомија помеѓу монетарната политика и политиката на финансиска стабилност** (види поопширно Mishkin, 2010; Hannoun, 2012). Друга лекција од глобалната криза (претходната дискусија) е дека монетарната политика и финансиската стабилност се суштински поврзани и според тоа, дихотомијата помеѓу нив две е лажна. Како што видовме, монетарната политика може значајно да влијае на финансиската стабилност додека макропрudentните политики за промовирање на финансиска стабилност ќе имаат ефекти на монетарната политика. На пример, доколку каматните стапки се одржуваат на ниско ниво, постои веројатност за зголемување на ризикот од создавање кредитен меур. Во таков случај, затегнувањето на макропрudentните политики ќе помогне во превенцијата и спречувањето на создавање на меурот. Оттука, посебно е важно да се потенцира дека координацијата на монетарната и макропрudentната политика е особено важна кога сакаме да ги постигнеме сите три цели – ценовна, финансиска и економска стабилност. За потребата од координација на двете политики ќе зборуваме подолу.

**б) Монетарната политика треба да ја земе предвид макрофинансиската стабилност, а не само ценовната стабилност** (види поопширно IMFf, 2009). Глобалната криза ја поттикна

---

<sup>106</sup> Затегнатите монетарни услови во ЕУ не беа превенција Европските банки да инвестираат во хипотекарни хартии од вредност во САД, или да агресивно да позајмуваат во странска валута на Источноевропските банки и домаќинства.

потребата монетарните одлуки да бидат базирани на рамка кој ги инкорпорира долгорочните импликации од очекуваните/настанатите бумови (меури на специфични пазари) на инфлацијата и економскиот раст. Инфлацијата останува примарна цел на монетарната политика, меѓутоа креаторите на политиките треба да посветат поголемо внимание на движењето на цените на средствата, кредитните експанзии, левериџот, на системскиот ризик. Во случаи кога системскиот ризик може да предизвика негативни ефекти на економијата, а финансиската регулација не е во состојба целосно да го спречи тоа, монетарната политика може да игра активна улога. Меѓутоа, дали може да се замисли дејствувањето на монетарната политика во ситуација кога финансиската стабилност и стабилноста на цените на средствата се блиско поврзани со инфлацијата и производствениот јаз. Меѓутоа, ризикот од намалување на кредибилитетот во борбата со инфлацијата ќе биде зголемен и тоа е сличен аргумент на оној кој претставуваше причина за поделба на монетарните и супервизорските власти. Според тоа, **финансиската стабилност (или директно стабилноста на цените на средствата) не треба да биде експлицитен таргет на монетарната политика.** Монетарните власти можат, наместо тоа, да го земат предвид ефектот на своите одлуки на цените на средствата, на финансиската стабилност и на одговорот од регулативата/супервизијата, само до степен до кој тие влијаат на инфлацијата и на растот на долг рок, слично како што тие го земаат предвид влијанието на каматните стапки на фискалниот биланс и реакцијата од фискалната политика.

**7) Потребата од координација на монетарната политика и регулација (види поопширно Claessens at al., 2010; Blanshard at al., 2010).** Референтната каматна стапка на централната банка е „сиромашно“ средство за справување со зголемениот левериџ, зголеменото преземање ризик, со девијациите на цените на средствата итн. Според тоа, монетарната политика се наоѓа во тешка ситуација и има тешка задача која единствен логички исход наоѓа во координацијата со веќе воспоставениот инструментариум кој поефикасно се справува со системскиот ризик. Доколку ја погледнеме ситуацијата дека монетарната политика и регулаторната политика имаат голем арсенал циклични инструменти, јасно се покренува прашањето: на кој начин ќе се воспостави координација помеѓу овие политики или во кои случаи монетарната политика ќе биде одговорна за двете. Глобалната криза имаше силно влијание на трендот на разделување на овие две политики, во насока на нивно повторно приближување, па дури и посочување на монетарната политика како најсоодветен кандидат за макропрudentна регулација. Централните банки се идеално позиционирани за мониторирање на макроекономските движења, неусогласената комуникација помеѓу двете политики има големи

последници за целиот економски систем (што јасно се покажа во денешната глобална криза), а покрај тоа потенцијалните импликации од одлуките на монетарната политика за макропрudentната стабилност се од исклучително значење. Против одлуката на централната банка да ѝ се даде ваква моќ, во минатото се потенцираат два аргументи: прво, централните банки ќе имаат „помек“ пристап кон инфлацијата, имајќи предвид дека зголемувањата на каматните стапки ќе имаат штетни ефекти по билансите на банките; второ, централната банка ќе има покомплексен мандат и во тој случај ќе биде помалку одговорна и пресметлива. Двата аргументи заслужуваат внимание и упатуваат на потребата од зголемување на транспарентноста на централните банки, доколку ја добијат таа функција. Доколку само помислиме на другата опција – разделување на овие две политики и начинот на кој тој механизам би функционирал, ќе видиме дека таа не е во насока на зголемување на ефикасноста на инструментариумот во услови на криза.

**8) Имајќи ги предвид ограничувањата на монетарната политика, товарот за спречување на кредитните бумови најпрво треба да биде ставен на флексибилни прудентни и супервизорски политики со цел да се ублажи процикличноста на финансиската интермедијација. Прудентните и административните мерки можат да обезбедат попрецизни и рационални (со помали трошоци) решенија отколку промените на референтната каматна стапка и треба да бидат во центарот на интегрираниот одговор на политиките. **Според тоа, прудентните и супервизорските политики ќе бидат поефективни во справувањето со специфичните ризици кои го придружуваат бумот** (види поопширно IMF, 2009).**

**9) Дали стабилната инфлација е потребна, но не и доволна? Дали инфлацискиот таргет треба да се зголеми?** Глобалната економска криза покажа дека инфлацијата и производствениот јаз можат да бидат стабилни додека цените на средствата, кредитните агрегати или структурата на производството да бидат непосакувани и тоа да предизвика силни макроекономски реперкусии. Исто така, таа јасно ни покажа дека нултата граница на референтната каматна стапка може да биде сериозно ограничување на просторот на дејствување на монетарната политика. Според тоа, се иницираа прашања и дебати околу релевантноста и висината на инфлацијата како главен таргет на монетарната политика. Сè уште постои силна поддршка на гледиштето дека централната банка треба силно и кредибилно да се обврзе за стабилизирање на инфлацијата на долг рок преку објавување на експлиците, нумерички инфлациски таргет, меѓутоа да има и флексибилност да превзема политики за стабилизирање на аутпутот околу неговиот долгорочен тренд на краток рок (флексибилно инфлациско

таргетирање). Аргументите за ставовите кои се на страната за одржување на ниска и стабилна инфлација (често споменуваниот таргет од 2%), се дека треба да се имаат предвид трошоците за одржување/намалување на повисоко ниво на инфлација и фактот дека релевантноста на повисоката инфлација се јавува само при допирање на нултата граница, што се случува многу ретко (види поопширно Mishkin, 2010). Постојат и ставови/барања за зголемување на инфлациски таргет (пр. 4%) со што би се оставило поголем простор за делување на монетарната политика во кризни епизоди како денешната. Во одбрана на ова се аргументите дека трошоците кои се резултат на стеснетиот простор на монетарната политика се исто така значајни, дека инфлацијата е данок како и сите други, дека економскиот систем може да се прилагоди (зголемување на неговата неутралност на инфлација, индексирање на хартиите од вредност итн.) за намалување на дисторзиите од повисокото ниво на инфлација итн. (види поопширно Blanshard at al., 2010). Реакциите на овие препораки за зголемување на инфлацискиот таргет на монетарната политика се остри и предупредувачки, дека со тоа се дефокусира монетарната политика од нејзината главна цел и дека лесно може да го загуби тешко спечалениот кредибилитет (види Hannon, 2012). Како решение на дилемата се јавува и алтернативата наместо таргетирањето на инфлацијата да се таргетира ценовното ниво, што би имало помало влијание на варијациите на производството. Меѓутоа се јавуваат и истражувања кои го тврдат спротивното и ја потенцираат и дека овој таргет би било тешко да се комуницира со јавноста (види поопширно Mishkin, 2010; Vestin, 2006).

**10) Обезбедување на поопширно ниво на ликвидност може да има позитивни ефекти** (види поопширно Blanshard at al., 2010; Claessens at al., 2010; Furceri and Mourougane, 2009). Глобалната економска криза ги принуди централните банки да ја прошират нивната улога како позајмувач во краен случај. Тие го проширија својот опфат и на недепозитните финансиски институции и интервенираа директно (со купување) или индиректно (со прифаќање определни средства како колатерал) на голем број финансиски пазари. Голем дел од истражувањата потврдуваат дека проширената улога на централните банки имала пресудна улога во стабилизирањето на финансиските пазари и очекувањата и во ублажувањето на финансискиот колапс (меѓутоа иницираше и многу ризици за централните банки). Ова отвора дилема дали овие функции треба да бидат задржани како практика во редовниот инструментариум на централната банка. Доколку генерално зборуваме за обезбедување ликвидност во случаи на нагло напуштање на инвеститорите на определени пазари или банкарски кризи - државата е во уникатна позиција да интервенира, имајќи ги предвид изворите на средства (оданочувањето) и

временскиот хоризонт во кој може да интервенира. Во овој случај се јавуваат неколку потенцијални проблеми: ризиците за билансите на централната банка (државата), рочна трансформација на портфолијата на финансиските институции (кон помалку ликвидни) и моралниот hazard како резултат на широката поддршка. Меѓутоа, овие проблеми се решливи преку употреба на определени шеми за осигурување, листи на прифатлив колатерал, исполнување определени регулаторни и супервизорски стандарди за пристап до ликвидност итн.

**11) Ефикасноста на монетарната политика често пати е ограничена од отвореноста на капиталната сметка** (види поопширно IMF, 2009). Ова особено се однесува за малите отворени економии со развиени финансиски сектори, каде што банките имаат лесен пристап до странски кредити. Политиката на задолжителна резерва понекогаш може да биде ефикасна во намалувањето на кредитниот раст во домашна валута. Во многу земји присуството и деноминацијата во странска валута, „доларизацијата“, претставува посебен проблем. Искуствата од источноевропските земји покажуваат дека рестриktivната монетарна политика води до намалување на позајмувањето во домашна валута и соодветно зголемување на кредитите кои се деноминирани во странска валута, со што се зголемува ризикот што може да го донесе финансискиот шок. Понатаму, затегањето на монетарната политика може да ги поттикне очекувањата за апрецијација на валутата што би водело до понатамошно зголемување на капиталните приливи (што се покажало дека може да води до креирање меури).

**12) Значајна е соработката на централните банки со цел да се интернализираат глобалните ефекти од индивидуалните монетарни и девизни политики** (види поопширно Hannoun, 2012; Blanshard et al., 2010). Монетарна политика која е насочена кон одржување дадено ниво на девизен курс може само случајно да постигне дадено ниво на стапка на инфлација. Единствен начин да се намали доминацијата на девизниот курс е тој да се остави да флукуира. Ова е посебно важно за малите отворени економии кај кои флукуациите на девизниот курс можат да имаат големи непосакувани ефекти и кои треба да ја земат предвид и стабилноста на девизниот курс како дел од нивната целна функција. Ова не значи дека ценовната стабилност (инфлацијата) како монетарна цел треба да биде напуштена, туку дека откога ќе се исцрпат сите средства (акумуирање резерви, интервенции за стерилизација), а покрај тоа товарот падне на референтната стапка, стриктното таргетирање на инфлацијата не е оптимално и треба да се земат предвид несаканите движења на девизниот курс. Во услови на денешната глобална економска криза, придружена со остри варијации на глобалната

побарувачка и ефектите на реалниот сектор и размената, станува многу значајна соработката на централните банки со цел да се интернализираат глобалните ефекти од индивидуалните монетарни политики. Во оваа насока, земјите во развој треба да ги земат предвид глобалните импликации од своите девизни политики, додека развиените економии треба да ги земат предвид ефектите на прелевање од нивните експанзивни монетарни политики на констелациите на девизни курсеви.

**13) Централните банки ќе мора да ги утврдат јасните граници помеѓу монетарната и фискалната политика** (види поопширно Hannon, 2012). Избегнувањето на фискалната доминација ќе бара одлучни чекори од страна на централните банки, меѓутоа и од другите креатори на политиките (фискалната власт). Централната банка има монопол над каматната политика, меѓутоа не и на билансната политика. Скоро секоја билансна политика на централната банка може да биде заменета од државата (фискалната). Билансните политики треба да се гледаат во рамките на билансот на целата економија, затоа што секоја билансна политика што ја спроведува централната банка влијае на консолидираниот буџет на јавниот сектор. Според тоа, бројните неконвенционални политики што ги применуваше централната банка во услови на криза, а кои ја преминуваа границата помеѓу фискалната и монетарната политика, треба да бидат соодветно напуштани, со цел кредибилитетот и јасните цели на монетарната политика да останат неприкосновени.

**14) Креирање пристап за управување со ризикот** (види поопширно Mishkin, 2010). Зголеменото значење на финансиските нарушувања и нелинеарностите во економијата се причина за креирање начин за управување со ризикот од страна на монетарната политика. Прв елемент на овој пристап треба да биде превентивното дејствување на монетарната политика на финансиското нарушување кога ќе се утврди дека постои макроекономски ризик (голема веројатност дека ова нарушување ќе предизвика силни негативни ефекти на реалната економија). Втор елемент претставува навремената акција (чекањето премногу долго може скапо да чини) кога ќе се утврди дека финансиските случувања се закануваат да имаат негативни ефекти на клучните макроекономски цели на монетарната политика (користејќи ги сите расположливи податоци и информации). Трет елемент претставува одлучната акција кога постојат погоре споменатите ризици, без да се даваат збунувачки сигнали и да се зауздаат очекувањата. Четвртиот елемент на овој пристап е посебно значаен и се однесува на флексибилноста на политиката – финансиските пазари многу често можат да ја сменат својата насока на движење, а со тоа и ефектите на макроекономската околина. Според тоа, монетарната

политика, следејќи ги економските и финансиските варијабли, треба да биде во состојба ефикасно и лесно да го смени курсот на својата политика со цел соодветно да се третираат ризиците и проблемите. Постојат ризици при примената на овој пристап имајќи предвид дека може да креира перцепција дека монетарната политика повеќе се грижи за економската стабилност отколку за ценовната стабилност, што понатаму може да ги зголеми инфлациските очекувања (поради ова, пристапот е широко критикуван). Поради тоа, определбата за негова примена претпоставува заздани инфлациски очекувања и посветеност на силно номинално сидро.

**15) Глобалната криза го потенцира значењето и потребата од домашна и меѓународна координација на политиките** (види IMFf, 2009). На национално ниво, макроекономската и финансиската стабилност се третирани посебно. Никој од креаторите на политиките не можеше да ги увиди ризиците што потекнуваа од финансискиот сектор во сенка, нити им посветуваа поголемо внимание на пошироките ефекти од трендовите на кредитен раст, левериџ, системски ризик. Ако се земат предвид големиот број врски помеѓу различните финансиски институции на глобално ниво и сè поголемиот тренд на глобализација на финансиските системи, станува јасно дека неизбежна е поголема меѓународна координација помеѓу монетарните и регулаторните авторитети. Во оваа насока, особено важно за подобрување на макроекономската рамка и намалување на негативните ефекти од потенцијални идни економски/финансиски шокови е: следењето и размената на информации за движењата на економските и финансиските варијабли (левериџот, системскиот ризик, цените на средствата), споделување на прогнозите и претпоставките за определени ризици и недостатоци во политиките/регулативата од координирање на политиките кои можат да имаат значајни ефекти на прелевање, како и координација во случаите кога е неопходна ликвидносна поддршка на засегнатите економии.

**16) Поставување граници за интервенциите на централните банки на финансиските пазари** (види поопширно Hannon, 2012). Оваа лекција е од посебна важност ако се има предвид дека краткорочниот успех на неконвенционалните политики водеше до зголемување на очекувањата дека централните банки значајно ќе интервенираат на финансиските пазари и во иднина. Централните банки треба да настојуваат да избегнуваат креирање на вакви очекувања, преку јасно ставање до знаење дека постојат јасни временски и граници на опсегот на нивните интервенции (додека во исто време оставајќи опција да интервенираат во иднина доколку е потребно). Монетарната политика треба внимателно да се повлекува и да остави пазарот да ја регулира вредноста на финансиските средства и посредници, притоа не создавајќи морален

хазард дека ќе интервенира во секој случај кога некој субјект/агент е загрозен. Посебно е важно излегување од интервенциите на финансиските пазари со цел да се намали кредитниот, пазарниот и девизниот ризик во билансите на голем број централни банки, кои снажно реагираа за справување со кризата.

Како што се гледа од елаборираните лекции/импликации, глобалната економска криза покажа дека е потребно предефинирање или проширување на некои делови од постојната рамка на монетарната политика – да се земат предвид границите и ефикасноста на монетарната политика, нејзината улога во превенцијата и справувањето со финансиските бумови, нејзината структура и соработка со другите економски политики, регулацијата и супервизијата, нејзините цели и поврзаност со финансиската стабилност итн.

### **3.3.2. Лекции за фискалната политика**

Во услови на глобалната економска криза постојат чести барања владите во голем број држави активно да ја користат фискалната политика како стимул и начин на справување со остриот пад на економската активност. Меѓутоа, новото фискално окружувања отвори дебата и побуди грижи на неколку генерални полиња. Ризиците кои го придружуваат зголемувањето на јавниот долг уште повеќе се влошуваат поради нискиот раст на потенцијалниот БДП и повисоките каматни стапки. Ефектите од намалениот потенцијален аутпут/производство понатаму може да имаат продолжени фискални импликации, посебно ако се придружени со пад на вработеноста. Зголемените каматни стапки понатаму ги зголемуваат ризиците и импликациите посебно за земјите кои веќе имаат голем товар по основа на јавен долг или планираат да го зголемат. Важноста на лекциите за фискалната политика посебно се зголемува имајќи предвид дека некои автори не зборуваат само за една унифицирана економска криза, туку нивниот развој го делат на три дела (кризи) – финансиска криза, криза на невработеност и фискална криза (види Romer, 2012). Светот денес сè уште се наоѓа во средината на последните две кризи, невработеноста претставува болен проблем, додека фискалните проблеми (посебно во Европа) сè уште немаат јасна перспектива.

Во текот на изминатите неколку години се насобра обемна литература за лекциите и импликациите кои се однесуваат на фискалната политика, како резултат на денешната криза. Ромер во својот труд за тоа што научивме за фискалната политика од кризата пишува (види поопширно Romer, 2011): потребни ни се фискални мерки за стабилизација на краток рок;



имаме силни докази дека фискалната политика е поефективна и постимулативна споредено со периодот пред кризата; фискалниот простор е особено значаен и дека карактеристиките и факторите на политичката економија се од посебно значење. Кристина Ромер при анализата на лекциите и импликациите на фискалната политика се фокусира на (види поопширно Romer.C., 2012): промените во фискалната политика имаа значајни ефекти на краток рок; неодржливите долгорочни фискални дефицити на крајот доведуваат до пропаст; брзото имплементирање на програми на штедење (austerity) е најчесто контрапродуктивно, потребни „back-loaded“ политики на штедење; силните земји треба да спроведуваат експанзивни фискални политики; структурните реформи се потребни меѓутоа нивните бенефити се чувствуваат на долг рок и дека монетарната политика треба да биде од поголема помош. ММФ, во елаборирањето на лекциите за макроекономската политика, пишува дека (види поопширно IMF, 2009): многу земји во годините на економска експанзија не обезбедиле доволно фискален простор кој би можел да се искористи во услови на криза; фискалната политика може да помогне во намалување на шпекулативните епизоди и со справување со последиците по нивното завршување; даночните дисторзии не се директни предизвикувачи на кризата, меѓутоа можат да влијаат на зголемување на леверицитот; ад-хок промените на даночната регулатива не претставуваат најадекватен начин за контрола на шпекулативните бумови. Бланшард во неговиот труд за редицајнирање на макроекономската политика потенцира дека (Blanshard at al., 2010): креирање повеќе фискален простор во „добри времиња“ како и дизајнирање подобри автоматски фискални стабилизатори се од исклучителна важност. Фурцери и Моуроган се фокусираат на (види Furceri and Mourougane, 2009): важноста на автоматските стабилизатори, дизајнирањето на фискалните пакети, меѓународна координација на фискалната политика итн. Врз основа на литературата која ги елаборира овие проблеми, како и карактеристиките и ефектите од користењето на фискалната политика, кои беа елаборирани во претходните точки, лекциите и импликациите за новата редицајнирана рамка на фискалната политика по глобалната економска криза може да ја претставиме и сумираме на следниов начин:<sup>107</sup>

**1) Постојат силни докази дека фискалната политика е поефективна и постимулативна споредено со периодот пред кризата, што ја прави значаен фактор за стабизирање и стимулирање на економијата во услови на глобалната криза (види поопширно Romer, 2011). Посебно интересно при елаборирањето на оваа лекција претставува аспектот од кој ги гледаме**

---

<sup>107</sup> Еден дел од посочените лекции се генерални, веќе познати па дури и тривијални, меѓутоа потенцирањето и потсетувањето на нив, посебно на оние кои беа долго време подзаборавени, е од особена важност.

работите. Почнувајќи од 1985 г. па сè до 2006 г. работите изгледаа многу поинаку од денес – флукуациите и циклусите беа ублажени, во најголем дел од случаите монетарната политика ги имаше потребните инструменти за да се справи со проблемите што се појавуваа, додека ефектите и значењето на фискалната политика беше минимално. Меѓутоа, ова не ни кажува ништо за ефектите и влијанието на фискалната политика, имајќи ја предвид околината која беше пресудна за нејзиното дејствување. Глобалната криза, посебно ситуацијата кога монетарната политика не реагира агресивно или не е во можност да го стори тоа, отвори ново поглавје и даде отворен терен на фискалната политика за експанзивно дејствување. Потврда за тоа претставуваат и бројните анализи на ефектите и искуствата од спроведувањето експанзивна фискална политика во определени земји, региони или групи земји во услови на глобалната криза (види поопширно IMFh, 2010; Nakamura and Steinsson, 2011). Покрај ова, доколку само се погледнат ефектите врз економската активност од експанзивната фискална политика во двете светски војни, како и макроекономските врски на монетарната политика, агрегатната побарувачка, расположливиот доход, инвестициите, станува повеќе од очигледно дека фискалната политика како дел од макроекономската рамка претставува моќно средство во услови на криза.

**2) Фискалниот простор е особено значаен, па според тоа, креирањето повеќе фискален простор во „добри времиња“ е од исклучителна важност** (види поопширно Romer, 2011; IMFf, 2009; Blanshard at al., 2010; Claessens at al., 2010). Ова претставува една од клучните лекции – да се располага со доволно фискален простор со цел да се користат поголеми фискални дефицити кога е потребно. За да ја поткрепиме оваа лекција само да претпоставиме дека Европа (или САД) во почетокот на кризата имале ниско ниво на долг во однос на БДП, незначајни проблеми поврзани со демографските движења и со доверба во креаторите на политиките дека нема привремените мерки/стимули да ги претворат во трајни. Што во тој случај ќе ја спречеше Европа (или која било земја) да спроведе многу поекспанзивна фискална политика/фискални пакети? Како пример може да се земат Кина и Австралија кои имаа силна фискална експанзија иако беа скромно погодени од кризата и сè уште монетарната политика беше во состојба да дејствува. Лекцијата од оваа криза најпрво ќе биде дека таргетираното ниво на задолжување треба да биде на пониско ниво од она што е забележано пред кризата. Во оваа насока во наредните 10 или 20 години, кога ќе дозволат цикличните услови, треба да се спроведува значајна фискална консолидација, додека пак значајното закрепнување на економскиот раст треба главно да се искористи за намалување на долгот/БДП, а не за финансирање на зголемените јавни расходи или за намалување на даноците. Ова не претставува

нова лекција и импликација за фискалната политика, меѓутоа нејзината релевантност е уште поголема по глобалната економска криза. Во оваа насока може да помогнат среднорочните фискални рамки, кредибилното обврзување за намалување на долгот/БДП, фискалните правила, избегнување на врзувањето на конкретни јавни приходи со расходи, транспарентни фискални податоци за сите операции на јавниот сектор, добро дизајниран буџетски процес итн.

**3) Неодржливите долгорочни фискални дефицити на крајот неминовно водат до колапс** (фискални кризи, истиснување и нерамномерен раст, ограничувања на дискреционите стимули (види поопширно Romer, 2012). Неодржливите буџетски дефицити можат да предизвикаат остра фискална криза, дури и во развиените земји (пример за земјите во Европа), што упатува на општата лекција дека дефицитите се значајни на долг рок во поголема мера отколку што се мислело. Досега многу малку се верувало дека пазарите можат да се свртат против стабилни, развиени економии, како што се Шпанија, Португалија, Ирска итн. Имајќи го предвид минатото (и искуството од денешната криза), јасно е дека фискалните кризи се случуваат во економиите само кога на пазарите почнува да им станува јасно дека буџетските дефицити се целосно неодржливи и дека постои јасна неподготвеност или неспособност на креаторите на политиките да се справат со ситуацијата. Тука треба да го спомнеме и фокусот на економистите кој се однесува на врската помеѓу зголемувањето на јавното задолжување, растот на каматните стапки и истиснувањето на приватниот сектор. Иако ефектот на истиснување е обемно документиран во економската литература, во нашиот случај треба да напоменеме дека често се заборава дека екстензивното јавно задолжување може да ѝ штети на економијата и кога има доволно капитални приливи за да се одржат каматните стапки ниски (акумулирање странски побарувања на идниот аутпутот на земјата, што влијае на растот на животниот стандард, небалансиран раст, создавање услови за меури во определени сектори итн.). Последна генерална последица од постојаните буџетски дефицити, која најјасно се гледа од денешната криза, е ограничувањето на земјите за реагирање во услови на рецесии (веќе спомнавме во претходната точка).

**4) Фискалната политика може да помогне во намалување на шпекулативните епизоди и во справувањето со последиците по нивното завршување** (види поопширно IMFf, 2009). Фискалните амортизери треба да бидат креирани во „добри времиња“, додека добро дизајнирана фискална рамка базирана на правила може да ја засили оваа фискална позиција, што е посебно значајно во услови кога значајниот раст на цените на средствата преку привременото зголемување на даночните приходи може да ја скрие разнишаната фискална позиција. Покрај тоа, на агрегатно ниво фискалната политика преку намалување на

притисоците на побарувачката може да ги ублажи бумовите и да ја намали сензитивноста на економијата на шокови.

**5) Потребни ни се фискални мерки за стабилизација на краток рок** (види поопширно Romer, 2011), т.е. **промените во фискалната политика имаат значајни ефекти на краток рок** (види поопширно Romer, 2012). Пред кризата постоеше широк консензус помеѓу макроекономистите и креаторите на политиките дека краткорочната стабилизација скоро ексклузивно ѝ припаѓа на монетарната политика. Монетарната политика е флексибилна, лесно се изолира од политичките притисоци, водена е најчесто од експерти, границата на нултата каматна стапка не претставува сериозен проблем, а покрај тоа, монетарната политика располага и со други средства. Меѓутоа, глобалната економска криза покажа дека овој поглед во значаен дел е погрешен. Можеби пакетот мерки што се користеше во условите на криза од централните банки беше лимитиран од трошоците што тој може да ги предизвика, меѓутоа едно стана јасно: на економиите им беа потребни нови инструменти, а природна алтернатива на монетарните инструменти се фискалните. Затоа, скоро секоја од развиените земји (и земјите во развој) спроведување големи фискални пакети за стимулирање на своите економии (види поопширно Council of Economic Advisers, 2009). Постојат голем број нови истражувања и докази кои, анализирајќи ги ефектите од егзогените промени на фискалната политика, потврдуваат дека акциите на фискалната политика имале значајни ефекти на вработеноста и на производството на краток рок (види поопширно Romer and Romer, 2010);

**б) Структурата на оданочувањето има влијание на зголемувањето на левериџот и на осетливоста на приватниот сектор на шокови.** Според тоа, иако даночните дисторзии не се директни предизвикувачи на кризата, можат значајно да влијаат на зголемување на левериџот (види поопширно IMFf, 2009). Иако промените во даночната рамка сè уште се на почетокот во голем број земји, не можат да се забележат некои поголеми промени во насока на менување на даночната регулатива која е насочена кон поддржување на високото ниво на задолженост на домаќинствата и бизнисите (вклучувајќи го и финансискиот сектор). Регулативите (олеснувањата), на пример, оние кои се однесуваат на намалување на даночната основица за каматите плаќани по хипотеки, или каматите што компаниите ги плаќаат на издадениот долг, технички можат да бидат олеснети и да бидат изедначени со другите на пазарот. Ова е насока на размислување и лекција која треба внимателно да се земе предвид и да се примени имајќи ја предвид ситуацијата во секторите што се настојува да се стимулираат и политичките

притисоци, меѓутоа кога економското закрепнување ќе земе замав, оваа алтернатива треба сериозно да се разгледа.

**7) Даночната регулатива може да влијае на нивото, растот и на променливоста на цените на средствата – меѓутоа ад-хок промените не претставуваат најадекватен начин за контрола на спекулативните бумови** (види поопширно IMFf, 2009). Ефектите од оданочувањето на динамиката на цените на средствата се потенцијално комплексни и секое ад-хок преземање мерки го зголемува ризикот и можностите за даночна евазија. На пример, намалувањето на даночната основица за исплатената дивиденда (САД) може да ги покачи цените на акциите итн. Мерките на финансиската регулатива можат подобро да бидат насочени, обезбедувајќи неутралност помеѓу различните типови средства и доходи, што претставува солидна основа за даночната политика чијашто контрациклична компонента/мерки во таков случај најдобро ќе бидат спроведени и подеднакво за сите.

**8) Брзото спроведување програми на штедење (austerity) е најчесто контрапродуктивно. Во оваа насока се потребни back-loaded политики на штедење** (донесени сега, а спроведени градуално) (види поопширно Romer, 2012). Бидејќи фискалната контракција има силни контракциски ефекти на краток рок, брзото спроведување на програмите за штедење ќе го направи потешко или дури невозможно постигнувањето буџетски прогрес. Според тоа, острото намалување на јавните расходи и зголемувањето на даноците во земјите кои имаат високи стапки на невработеност или дури и ако имаат умерени последици од неа е многу веројатно дека ќе направи повеќе штета отколку корист. Ако се погледнат податоците на европските земји кои спроведуваат програми на штедење, ќе се види дека скоро во сите има зголемување на невработеноста и негативни проекции за нивниот иден раст и зголемување на односот долг/БДП. Ако кон тоа се додадат и политичките реакции/отпор за ваквите политики, посебно во земјите со висока стапка на невработеност, како и веројатноста за појавување на ефектот на хистереза (зголемување на природната стапка на невработеност или намалување на активното население), аргументите против брзото спроведување политики на штедење и консолидација уште повеќе се засилуваат. Меѓутоа, ова не значи дека земјите (посебно оние со висока невработеност) треба да ги игнорираат фискалните проблеми. Оптимален одговор на овие земји би бил да ги донесат сега мерки/планот за намалувањето на дефицитот, меѓутоа фактичкото намалување на јавното трошење и зголемувањето на даноците да биде спроведувано во фази – градуалистички (се разбира, и за ова некој ќе го плати политичкиот трошок).

**9) Дизајнирањето подобри автоматски фискални стабилизатори** е од исклучителна важност (види поопширно Blanshard at al., 2010; Furceri and Mourougane, 2009). Специфичноста на глобалната криза и ефектите што ги предизвика таа беа предизвик и тест за дискреционата фискална политика, која во голем број случаи дојде премногу доцна за да се справи со речесијата или, пак, нејзините ефекти беа измешани. Дилемите што ги отворија и проблемите што ги иницираа дискреционите фискални мерки беа доволно голема причина во новата фискална рамка да им се посвети поголемо внимание на автоматските стабилизатори. Во овој случај нашиот фокус треба да биде насочен кон два типа автоматски стабилизатори (види Claessens at al., 2010):<sup>108</sup> вистински автоматски стабилизатори, кои според самата природа имплицираат намалување на трансферите или зголемување на даночните приходи; додека вториот тип се правила кои дозволуваат некои трансфери или даноци да варираат на база на однапред специфицирани предизвикувачи кои се поврзани со движењето на економскиот циклус. За зголемување на макроекономските ефекти, реформите во првата група автоматски стабилизатори може да бидат во насока на зголемување на влијанието на државата, поголема прогресивност на оданочувањето или подарежливи социјални програми. Поинтересни за фискалната политика, имајќи ги предвид причините и последиците од глобалната криза, се втората група автоматски стабилизатори, кои не се поврзани со комплицирани процедури, големи трошоци како претходната група стабилизатори и можат да се применуваат на страната на јавните расходи или приходи (даноци) кои имаат големи мултипликатори. На страната на даноците, тие може да ги таргетираат домаќинствата со низок доход (разни варијанти на даночен поврат/попуст, процентуално намалување на даночна обврска итн.) или на компании (даночни олеснувања кои се детерминирани од циклусот). На страната на јавните расходи, привремените трансфери можат да се насочат кон домаќинствата со низок доход или со други проблеми, во зависност од однапред дефинирани прагови на определени економски варијабли (БДП, невработеност, расположлив доход итн.).

**10) Силните земји треба да спроведуваат експанзивни фискални политики** (види поопширно Romer, 2012). При елаборирањето на претходните лекции за фискалната политика укажавме дека креираниот фискален простор е од исклучителна важност и дека фискалната политика има силни ефекти на краток и на долг рок, така што нашата лекција и препорака во оваа точка би била - силните (развиените) земји да спроведуваат експанзивна политика. Ова ќе

---

<sup>108</sup> Види поопширно за автоматските стабилизатори во истражувањето на ММФ од Baunsgaard and Symansky (2009).

има позитивни ефекти, најпрвин за земјите што ги спроведуваат овие политики, а потоа позитивните екстерналии ќе се прошират и на нивните соседи, трговски партнери и другите земји преку зголемување на глобалната побарувачка, довербата, заздравувањето на финансискиот систем итн. Меѓутоа, при анализата во точката која се однесуваше на одговорот на фискалната политика во услови на криза видовме спротивна тенденција – големината на фискалните пакети се зголемува со стабилноста на иницијалната фискална позиција, меѓутоа се намалува со степенот на отвореност.

**11) Меѓународна координација на фискалната политика** (види Furceri and Mourougane, 2009). Меѓународната координација е од исклучителна важност. Таа ќе ја зајакне ефикасноста на политиката, посебно во случаите каде што трговските и финансиските текови на економиите се блиску интегрирани. Координираниот пристап, исто така, ќе помогне и во насока на конзистентноста на тајмингот и распоредувањето на фискалните стимули помеѓу земјите. Минатото искуство ни дава малку информации и претставува слаб водич за изборот на различни инструменти во услови на денешната глобална и комплексна ситуација. Меѓутоа, во секој случај, стабилизационите политики на краток рок треба да бидат конзистентни со долгорочната фискална одржливост.

**12) Структурните реформи се позитивни и потребни, меѓутоа нивните придобивки се чувствуваат на долг рок** (види поопширно Romer, 2012). Доколку се соочиме со проблемите како намалување на моќта на монополите, реформа на даночната политика и нејзино унифицирање, подобрување на бизнис-климата и намалување на ограничувањата, подобрување на флексибилноста и продуктивноста на пазарите на труд, несомнено на долг рок економскиот раст ќе биде поголем. Бидејќи економскиот раст е есенцијален за фискалното здравје, структурните реформи се значајни за долгорочната солвентност. Меѓутоа, не треба да мислиме дека структурните реформи рапидно ќе го зголемат економскиот раст, кој знаеме дека во моментот на глобално ниво (посебно САД и Европа) е ограничен од слабата агрегатна побарувачка. Според тоа, тие не треба да се сметаат за супститути на експанзивната фискална политика во поттикнувањето на агрегатната побарувачка (на краток рок), ниту како комплементари на политиките на штедење/консолидација (туку како нивни делумни супститути), туку како средство со кое преку структурните промени денес може да се постигнат подобри фискални аутпути во иднина.

**13) Монетарната политика треба да биде од поголема помош** (види поопширно Romer, 2012). Една од клучните лекции претставува дека монетарната политика треба да игра поголема

улога (посебно во земјите каде што сè уште има доволен простор). Процесот во голем број земји коишто се соочуваат со високи стапки на невработеност, големи буџетски дефицити, спроведуваат градуалистички програми на консолидација, може да биде значајно олеснат доколку монетарната политика остане експанзивна.

**14) Карактеристиките и факторите на политичката економија се од посебно значење** (види поопширно Romer, 2011). Во разбирањето на одговорот на фискалната политика во услови на глобалната криза централно место имаат сфаќањата на политичката економија. Јазот помеѓу соодветните (идеалните) политики што треба да се преземаат и оние кои веќе се преземаат во економиите широм светот произлегува од начинот на функционирањето на политичките системи. Теоријата и практиката укажуваат дека причините за тоа што политичкиот процес често води до непосакувани исходи не може да се најдат во моделите на рационалните агенти со софистицирано економско размислување. Објаснување за ова е едноставниот факт дека поттикот и способноста на гласачите да ги разберат тешките политички одлуки е минимален. Според тоа, нивната рационалност се води од интуиција, импресии, емоции итн.<sup>109</sup>

Имајќи предвид дека фискалните мерки сè уште се актуелни, остануваат отворени некои прашања кои треба да ја затворат новата фискална рамка и да ги комплетираат лекциите за неа: прво, останува да се утврди ефикасноста на различните структури на фискалните стимули што беа користени во услови на глобалната криза и утврдување на трошоците што тие ги имаат за економијата, пред сè на долг рок; второ, останува нејасен идниот период во кој државата ќе почне да се повлекува од заземените позиции, степенот до кој спроведените мерки и политики ќе се вратат на нивото од пред кризата и темпото и ефикасноста на фискалната консолидација која ќе треба да се спроведува; трето, фискалната криза која во голем број земји (пред сè во Европа) ја наследи глобалната економска криза останува предизвик за дефинирање на новата фискална рамка и можност за нејзино тестирање; четврто, останува отворено прашањето за ефикасна примена на лекцијата за подобра координација на фискалната политика на глобално ниво и на крајот, останува да се види степенот до кој во следните години ќе се спроведат (или заборават) лекциите што ги иницираше глобалната економска криза за фискалната политика.

---

<sup>109</sup> Детално за оваа проблематика во книгата на Брајан Каплан - „Митот за рационалниот гласач“, види извадок од Caplan (2007).



### 3.3.3. Лекции за регулативата, супервизијата и редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура

Ако се обидеме да ја лоцираме вината за денешната криза во преземените чекори во минатото, главно треба да бараме одговор на прашањето – зошто креаторите на политиките не успеаја да ја предвидат или барем да ја насетат заканата што доаѓаше. Доколку настојваме да ја утврдиме структурата на проблемот и неуспесите со цел да се извлечат лекции, анализата нè води кон три области (види поопширно IMFе, 2009): финансиската регулација, макропрудентните политики и глобалната финансиска архитектура. Во нашата анализа од посебно значење се врските на финансиските и макроекономските индикатори, односно макропрудентните политики, иако тие тешко може да се издвојат од погореспоменатата рамка.

#### 3.3.3.1. Лекции за редизајнирање на регулативата и супервизијата

Недостатоците во регулативата се покажаа како еден од главните причинители на глобалната финансиска и економска криза. Утврдувањето на овие регулаторни недостатоци претставува водилка за тековните и идните редизајнирања на регулаторните и супервизорските системи во голем број земји. Постојат разни анализи на структурата на недостатоците и неуспесите од аспект на лекциите/импликациите за редизајнирање на регулаторната/супервизорската рамка (види поопширно Claessens, et al., 2010; IMFе, 2009):

✓ **Опсегот на регулативата (регулаторен периметар)** – потенцијалниот опфат на регулативата и супервизијата треба да биде проширен со цел да обезбеди сите финансиски активности што можат да иницираат или претставуваат системски ризик да бидат адекватно опфатени – било да се инвестициски банки, специјални средства за инвестирање, осигурителни компании итн. Сите институции кои се во проширениот периметар треба да им дозволат на регулаторите да го утврдат нивниот придонес за системскиот ризик и според тоа да го утврдат интензитетот на нивниот мониторинг и правилата на кои подлежат. Супервизорите треба да имаат мандат за флексибилно зголемување на периметарот на секој сегмент од финансискиот систем кој исполнува определени критериуми. Имајќи ги предвид тешкотиите кои би можеле да се појават од апликација на супервизорските мерки и стандарди на институции со различни карактеристики, можеби посоодветно е регулаторниот периметар да се фокусира првично на финансиските активности, а не на институциите.

✓ **Микропрudentна регулатива** – имајќи ги предвид случаите кога голем број институции, и покрај исполнувањето на стандардите за адекватност на капиталот (пропишани од Базел II), сепак се најдоа во проблеми со солвентноста, потребно е подобрување на параметрите за ризик и други обезбедувања во Базел II. Доколку се земе предвид неизвесноста при адекватното пондерирање на ризичната актива и континуитетот на финансиските иновации, стандардите за адекватноста на капиталот базирани на ризикот треба да бидат дополнети со мерки за ограничување на левериџот.<sup>110</sup> Исто така, прудентната рамка треба да ги зема предвид ефектите на системскиот ризик (стандардите за адекватност на капиталот треба да ја земаат предвид големината, комплексноста и поврзаноста на институцијата во финансискиот систем). Супервизорскиот надзор врз практиките за менаџирање со ликвидноста треба да добие еднаква важност и внимание како и надзорот на ризиците за солвентноста. Политиките за управување со ризиците треба подобро да го опфаќаат меѓу другите и системскиот ризик (мониторирање на претпоставките и алатките што се користат во системите за управување со ризиците, зголемување на корелацијата на инструментите за утврдување на потенцијалот за пазарен, кредитен или ликвидносен ризик итн.).

✓ **Информацискиот јаз и пазарната дисциплина** – потребни се подобрувања на прикажувањето информации за вонбилансните ставки и обврски, за ликвидносните профили на компаниите, изложеноста на ризик и концентрација во рамките на институцијата и помеѓу финансиските институции. Во определени сегменти, потребно е подобрување на достапноста и обемот на информациите за корисниците на финансиски услуги, како и намалување на информацискиот јаз и подобрување на менаџментот кој се однесува на ризикот поврзан со реализирање на договорите. Потребни се подобрувања кои се однесуваат на кредитните рејтинг-агенции: намалување на конфликтот на интереси при продуцирање на рејтинзите, поделба на рејтинг-активностите и советодавните функции, акции за подобро интерпретирање на аутпутите од рејтинг-процесот, транспарентност на моделите и претпоставките за изработка на рејтинзите, улогата и користењето на рејтинзите во регулаторните и супервизорските рамки (Базел III).

✓ **Макропрudentна регулатива и политика** – ова е од особена важност за успешна рамка на макроекономската политика, затоа што јасно се покажа дека макропрudentните регулативи и политики кои се применуваа пред кризата не успеаја да ја намалат процикличноста на

---

<sup>110</sup> Овие лекции и импликации на макропрudentната рамка веќе се имплементирани во Базел III (види BIS, 2010a; BIS, 2010b).

финансиските пазари и креирањето високо ниво на левериџ. Политиките и регулативите кои се применуваат треба да обезбедат поттик за компаниите/институциите да го ублажат влијанието на макроекономските шокови. Контрацикличната регулатива за капиталот и за резервациите за загуби треба да бидат значајни компоненти и апсорбери на шокови во новата рамка на Базел III. Доколку е можно, овие режими/рамки треба да бидат недискрециони, да користат определен број индикатори за макроекономскиот ризик и да дејствуваат симетрично при експанзиите и падовите на економската активност. Овие политики, со широкиот инструментариум што го поседуваат, треба да имаат за цел намалување на постојните нарушувања, ограничување на иницијативите за прекумерно задолжување и позајмување, како и одржување на целокупната состојба во финансиските институции и во системот да биде отпорна на создавање меури/нерамнотежи, како и намалување на ефектите врз нив доколку такво сценарио се оствари.

✓ **Организација на регулативата и супервизијата** – Супервизорите и централните банки треба да соработуваат помеѓу себе, да бараат и да споделуваат информации кои се неопходни за спроведување ефикасен надзор на системскиот ризик. Агенциите кои се вклучени во процесот на регулатива, супервизија и управување со ризиците треба да поседуваат јасно дефинирани мандати и инструменти кои соодветствуваат со нив, посебно при спроведување активности релевантни за финансиската стабилност.

Генерален заклучок од анализираната структура на лекции е дека ефикасната регулатива е резултат како на ефикасниот надзор/мониторинг на трендовите на финансиските пазари, така и на дефинираните правила/регулативи кои се применуваат. За унапредување на целата рамка е потребен повеќе макропрudentен пристап кој ги опфаќа врските помеѓу институциите, секторите и земјите. На ова треба да додадеме дека глобалната економска криза имаше силно влијание на овој дел од макро/микроекономската рамка и инструментариум, така што значаен дел од лекциите и насоките што погоре беа елаборирани се применети во глобалната регулаторна рамка Базел III<sup>111</sup> (види поопширно BIS, 2010a; BIS, 2010b): прво, ќе биде зголемен квалитетот, конзистентноста и транспарентноста на капиталната база; зајакнување на капиталната рамка за покривање на ризикот;<sup>112</sup> воведување коефициент за нивото на левериџ,

<sup>111</sup> Проценетиот ефект од примената на Базел III на БДП ќе биде во граници од -0,05 до -0,15 процентни поени на годишно ниво (види поопширно Slovik and Cournède, 2011).

<sup>112</sup> Банките ќе треба да држат 4,5% акционерски капитал (за разлика од 2% во Базел II), на ова се додава т.н. „capital conservation buffer“ од 2,5% со што акционерскиот капитал треба да изнесува минимум 7% од ризично пондерираната актива. Покрај тоа, во услови на рапиден кредитен раст (зголемен системски ризик) супервизорот може да побара дополнително ниво на акционерски капитал или друг капитален инструмент

како дополнување на рамката базирана на ризик во Базел II; воведување серија мерки за зголемување на капиталот во добри времиња; воведување глобален минимален стандард за ликвидност за меѓународно активните банки.

### 3.3.3.2. Лекции за редирајирањето на меѓународната финансиска архитектура

Терминот 'глобална архитектура' во оваа насока се однесува на официјалните механизми кои обезбедуваат финансиска стабилност и непречено движење на доброта, услугите и капиталот помеѓу земјите. Ова е особено важно, затоа што без добро структурирана и ефикасна меѓународна финансиска архитектура најпрвин се загрозуваат позициите на клучните макроекономски политики, а потоа значајно се намалува ефикасноста и функционирањето на макроекономската рамка. Имајќи ја предвид важноста и комплексноста на оваа проблематика од една страна и ограничениот простор и фокусот на дисертацијата од друга, во продолжение ќе се обидеме само накратко да ги сумираме клучните лекции и импликации за оваа област (види поопширно Claessens, et al., 2010; IMFd, 2009; IMFе, 2009; Shirakawa, 2009):

- ✓ Сеопфатен и подобро организиран информациски систем е есенцијален со цел пазарите и креаторите на политиките подобро да го проценуваат системскиот ризик. Системот за податоци и информации треба да ги вклучува и нефинансиските институции, како што се осигурителните компании, хец-фондовите, статистиката за определени сектори (недвижностите), понатаму финансиските операции на големите нефинансиски корпорации кои имаат силни врски во националните и интернационалните пазари.
- ✓ Зајакнување на макрофинансиската анализа (врските помеѓу финансискиот сектор и макроекономските перформанси) и работење на помалку фрагментирани и добро дефинирани и насочени системи за рано предупредување. Во оваа насока, треба да се кумулира на едно место расфрланата експертиза помеѓу институциите (IMF, BIS, FSF итн.) и анализите на овие институции (WEO, GFSR, FSAP и др.).
- ✓ Раното предупредување, надзорот и регулативата треба добро да бидат дефинирани во насока на задолжителни и доброволни анализи, проценки на макропрudentните ризици и спроведување мултилатерално договорени принципи, стандарди и акции.

---

(со иста апсорпциона моќ) во износ 0 – 2,5% (countercyclical buffer). Според тоа, минимумот на основен капитал (Tier I) се зголемува од 4% на 6%, односно на 8,5% со вклучен „capital conservation buffer“ од 2,5%. Од системски важните финансиски институции може да се бара и дополнителен капитал во ранг од 1-2,5% итн.

✓ Потребни се подобри меѓугранични аранжмани за менаџирање со ризиците. Поуниверзалниот пристап и поголемата соработка и координација ќе овозможат адекватно третирање на пазарните нарушувања како и спречување/елиминирање на мерките кои имаат негативни повратни ефекти.

✓ Потребни се подобрувања во областа на меѓународната поддршка и решавање на проблемите на банките и другите финансиски институции. Најдобро решение (малку веројатно) во оваа насока е создавање глобален финансиски регулатор кој ќе одговара на денешниот финансиски интегриран свет кој ќе располага со адекватни ресурси – кадар, моќ, буџет и финансиски ресурси. Алтернативи на ова може да претставуваат нови регулативи за меѓународно активните банки, поголема хармонизација на правилата и процедурите, поголема координација итн.

✓ Есенцијално за подобрување на кризниот менаџмент е обезбедувањето меѓународна ликвидност на финансиските институции и на земјите, со цел да се спречат ефектите од прелевањата и влошувањето на солвентноста. Добро познатите начини на финансирање преку приватните пазари може да се надополни со билатерални и мултилатерални свопови помеѓу земјите, други форми на акумулирање резерви, а особено важно е проширувањето на дејствувањето на ММФ (зголемување на достапноста до линијата за претпазливост или модифицирање на флексибилната кредитна линија).<sup>113</sup>

✓ Во насока на претходно кажаното треба да се напомене дека постои потреба од дефинирано лидерство со цел успешно справување со системскиот ризик на глобално ниво. ММФ сè уште ефикасно не ја извршува оваа улога како резултат на својата ригидна структура на моќ и формалистички и ригидни начини на дејствување. Доколку ММФ во иднина настојува да прерасне во центар на глобалната дебата за политиките, тогаш тој треба соодветно да се реструктурира (ребалансирање на квотите, формирање порепрезентативен одбор и IMFC, подигнување на профилот на форумите на министрите и гувернерите коишто се дел од IMFC, реформи на начинот на управување, на бирањето на менаџментот итн.).<sup>114</sup>

---

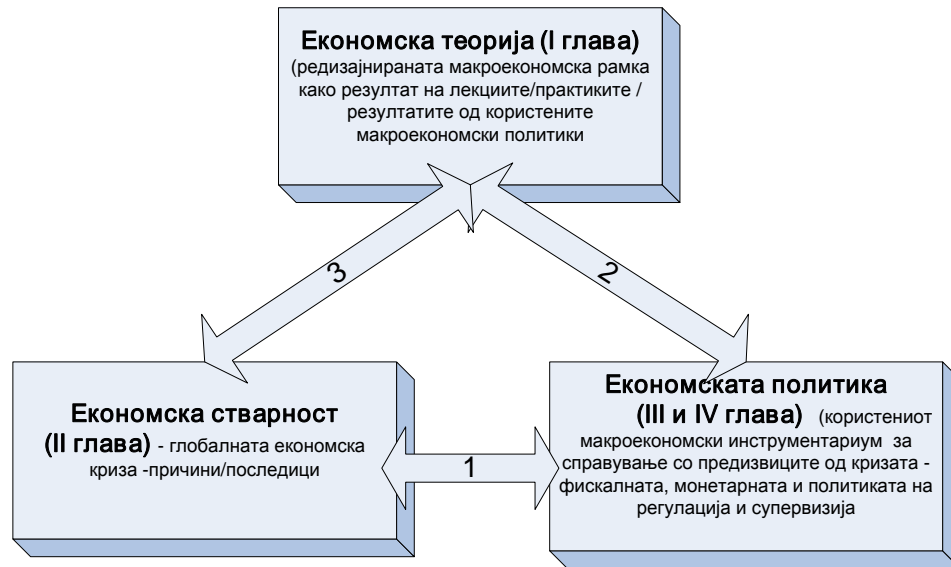
<sup>113</sup> Поопширно за Precautionary and Liquidity Line (PLL), Flexible Credit Line (FCL) види: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm> .

<sup>114</sup> Види поопширно за дизајнирање на структурата на ММФ во IMFd (2009).

### **3.4. Економската теорија, економската политика и економската практика – затворање на кругот**

На крајот на оваа глава се враќаме на почетокот од дисертацијата, кога го елабориравме односот помеѓу економската стварност, економската политика и економската теорија (види слика бр. 3.1). Причините за глобалната криза (дебалансите во глобалната економија, релаксираната монетарна политика, дерегулацијата и неадекватната регулатива и супервизија во финансискиот систем, современата финансиска архитектура и односи, меурот на пазарот на недвижности) и последиците што таа ги предизвика имаа силно влијание на економската стварност и создадоа јаз помеѓу економската политика и економската теоријата (ова беше разработено во втората глава од дисертацијата), од една страна, и нарушувањата/проблемите во економската стварност/практика, од друга страна. Имајќи предвид дека економската политика се најде затечена „во клинч“, без солидна теоретска потпора која ќе ја води во насока на решавање на проблемите и нарушувањата во економската стварност, промените најпрво започнаа во пакетот економски политики (монетарните, фискалните и политиките на регулацијата и супервизијата). Политиките кои беа спроведени настојуваа да ги намалат ефектите што ги предизвика глобалната економска криза, како и да ѝ дадат поддршка на економијата во подобрувањето на економската стварност (ова е елаборирано во третата и четвртата глава од дисертацијата). Анализата на релевантноста и ефикасноста на спроведените економски политики ги извади на виделина лекциите за редизајнирање на рамката на макроекономските политики креирани според дотогаш фаворизираните економски теории и концепции (ова е елаборирано во третата глава од дисертацијата). Меѓутоа, редизајнирањето на рамката на макроекономските политики не е можно без теоретска заснованост, што е последниот чекор (затворање на кругот) – креирање економски теории кои најдобро ќе ја објаснуваат економската стварност и ќе бидат фундамент за спроведување ефикасна економска политика, како во решавање на проблемите во услови на глобалната криза, така и за креирање ефикасни економски политики во иднина (економските теории и политики беа елаборирани во првата глава од дисертацијата).

Слика бр. 3.1



Останува отворено прашањето за степенот на редизајнирање на макроекономската теорија – до кој степен лекциите од глобалната криза (кои погоре ги елабориравме) го нагризаа тврдото јадро на економската наука (како што го нарекува Лакатош). Малку е прерано да се зборува за тоа, имајќи предвид дека последиците од кризата сè уште се чувствуваат, истражувањата за ефикасноста од мерките не се комплетно завршени, а истражувањата за причините и ефектите од кризата се поле на дебати и дилеми. Меѓутоа, имајќи ја предвид опширната анализа на економските политики што беа спроведени, а посебно нашата анализа на лекциите за редизајнирање на макроекономската рамка, може да се заклучи дека – тежиштето на економските теории, кои во доминантен дел се фундамент на економските политики кои беа спроведувани во услови на глобалната криза, е поместено на страната на теориите и концепциите од кејнзијанска провиниенција (тврдото јадро на економската наука е нагризено). За да ја потврдиме тежината на оваа констатација, ќе се обидеме накратко да ги сумираме елементите од кејнзијанскиот одговор на економската политика кои одат во прилог на неа.<sup>115</sup>

Фундаменти на кејнзијанската економска политика	Економска политика во услови на глобалната економска криза
Активно присуство на државата во економскиот процес, односно водење интервенционистичка (дискрециона)	Од самиот почеток на Глобалната економска криза присуството на државата на повеќе пазари и сегменти е посебно видливо. Мерките на државата за стабилизирање и поттикнување на


<sup>115</sup> Детално за кејнзијанската економска политика, како и за другите теоретски концепции на економските политики види во првата глава од дисертацијата.

<p>економска политика, со која ќе се создаваат поволни услови за дејствување на приватниот капитал и отстранување на пазарните неуспеси (помош при „чистење на пазарите“)</p>	<p>функционирањето на финансиските пазари преку повеќе мерки, меѓу кои и национализација на некои финансиски институции, давање гаранции, купување хартии од вредност итн.; инволвирањето на државата во големи проекти/јавни работи и нејзин ангажман на повеќе пазари за кои приватниот сектор во услови на криза ја намалува својата инвестициска активност (инфраструктура, енергетска ефикасност итн.). Тука може да се вклучат и повиците од голем број меѓународни организации и тела (ММФ, Г-20, Светска банка итн.) за вклучување на државата и зголемување на нејзината улого во намалувањето на последиците и нарушувањата што ги предизвика кризата.</p>
<p>Енергичното користење на фискалната политика – зголемување на државната потрошувачка и намалување на даноците. Кејнзијанците сметаат дека зголемувањето на јавните расходи има посилено дејство од намалувањето на даноците.</p>	<p>Глобалната криза покажа дека фискалната политика има доминантно влијание и е од пресудно значење за поттикнување на економската активност и за глобалниот одговор на кризата. Немаше држава и институција, план за излез од кризата (САД, ЕУ, ММФ, WB, Г-20 итн.) кој не упатуваше на значењето на фискалната политика за поттикнување на агрегатната побарувачка во услови на криза (со исклучок на земјите кои имаа значајно ограничен фискален простор). Државите во светот усвојуваа досега невидени фискални стимули и на големо ги зголемуваа јавните расходи кои беа насочени, пред сè, во големи инфраструктурни проекти, проекти поврзани со енергетската ефикасност, во технологии од 21. век итн., токму онака како што Кејнз препорачуваше во своето епохално дело. Намалувањето на даноците, исто така, беше широко практикувано, посебно за стимулирање на бизнисите и олеснување на состојбата на ранливите групи.</p>
<p>Монетарната политика да придонесува во процесот на потиснување на рецесивните фактори, во јакнењето на економската експанзија и порастот на вработеноста. Иако кејнзијанската теорија става акцент на фискалната политика, таа смета дека и монетарната политика од своја страна треба да ја поддржува и поттикнува економската активност.</p>	<p>Монетарната политика од поставката дека треба да почива на правила и исклучително да се грижи за монетарната стабилност, во услови на глобална криза ја премина својата монетаристичка линија и со сите свои сили настојуваше најпрвин да ја стабилизира/поттикне активната на финансиските пазари, а потоа и да ја поддржува економската активност. На пример, во целите на FED е потенцирано дека монетарната политика ќе има два приоритети – ценовната стабилност и вработеноста и во нивно исполнување ќе користи балансиран пристап. Главните централни банки на глобално ниво се впуштија во невидена монетарна експанзија, спуштајќи ги каматните стапки до нултата граница, како и преземајќи низа дискрециони мерки со цел отстранување на нарушувањата на определени финансиски пазари и поттикнување на економската активност.</p>
<p>Кејнзијанците се залагаат за регулирање на каматните стапки, кои имаат силно влијание на маргиналната ефикасност на капиталот. Висока каматна стапка води до намалување на инвестициската побарувачка, понатаму до намалување на ефективната побарувачка, зголемување на стапката на невработеност и до намалување на општествениот производ.</p>	<p>Експанзивната фискална политика, а посебно експанзивната монетарна политика, како и големиот број регулативи и мерки преземани од владите ширум светот беа насочени кон намалување на каматните стапки на пазарите за обезбедување ликвидност помеѓу финансиските институции, како и кон обезбедување непречено обезбедување кредити за бизнисите и домаќинствата под поволни услови (ниска каматна стапка), со цел зголемување на маргиналната ефикасност на капиталот и стимулирање на инвестициската активност (се разбира дека постојат и други фактори кои имаат силно влијание на инвестициските одлуки) и зголемување на агрегатната побарувачка.</p>
<p>Кејнзијанците истакнуваат дека во кризни ситуации, како што била Големата депресија, постои бесконечно висока каматна еластичност на побарувачката за пари – замка на ликвидноста, па поради тоа</p>	<p>Замката на ликвидноста јасно се потврди за време на Глобалната економска криза, имајќи го предвид широкиот неконвенционален инструментариум кој го применуваа централните банки за понатамошно релаксирање на монетарните услови, кога референтната стапка достигнува ниво блиску до нулата.</p>



<p>каматните стапки се ниски, инвестициите недоволни, а монетарната политика е немоќна.</p>	
<p>Креаторите на економската политика треба да водат активна политика на доход со цел да се зголеми маргиналната склоност кон потрошувачка (маргиналната склоност кон потрошувачка е поголема кај посиромашните слоеви отколку кај богатите). Во таа насока, кејнзијанците се залагаат преку мерките на прогресивно оданочување на високите доходи и социјалните трансфери да се изврши прераспределба на националниот доход.</p>	<p>Широко практикуваните политики кои беа насочени кон посиромашните слоеви и ранливите групи го потврдуваат и овој елемент од инструментариумот на кејнзијанската економска политика. Државите ги зголемуваа даноците на луксузните трошења и високите доходи (најнов пример се даночните реформи во САД за 2013 г. кои најмногу ги погодуваат лицата кои остваруваат високи нивоа на доход – ако овој пример не е следен од сите земји), меѓутоа многу почесто практикувано/препорачувано е намалувањето на даноците и трошоците на посиромашните слоеви – намалување на даночните стапки или ослободување од данокот на нивниот доход, ослободување од определени давачки на кои подлежат, намалување на стапките за придонеси (социјално, пензиско, здравствено осигурување) со цел стимулација (намалување на трошокот) на работодавачите за нивно вработување. Покрај ова, државите спроведуваат низа мерки и политики (алоцираат значајни јавни средства) за подобрување на животниот стандард на овие слоеви и обезбедување работни места. Фундаменталните принципи на двата клучни одговори на глобалната криза од САД (ARRA) и ЕУ (EERP) ја претставуваат солидарноста и социјалната правда.</p>
<p>На крај, важно е да потенцираме дека и покрај доминантниот кејнзијански фундамент на економските политики во услови на криза, најголем дел од државите, меѓународните институции и тела, значаен дел од агендите во плановите за справување со глобалната криза потенцираат дека економијата и активностите на економските субјекти треба да се водат од принципите на слободните пазари, почитувањето на приватната сопственост, владеењето на правото, отворената трговија, конкурентните пазари и ефективно регулираните финансиски пазари и економски активности – што претставуваат фундаменти на неолибералната концепција кои не треба да се заборават.</p>	

Ова не значи дека теоретските фундаменти на економските политики во последните три/четири децении треба да бидат отфрлени и целосно заменети, имајќи предвид дека економските политики во најголем дел од случаите се базирани на мешавина од економски теории во кои е можно определено помала или поголема доминација на една или друга концепција (како што покажа теоретскиот модел за ситуациониот пристап во првата глава од дисертацијата). Меѓутоа, ова укажува дека на глобално ниво во „чорбата“ од доминантните макроекономски теории „вкусот“ ќе биде детерминиран од „зачините“ што ги препорачал „кејнзијанскиот готвач“.



**КРЕИРАЊЕ НА КЛУЧНИТЕ  
МАКРОЕКОНОМСКИ  
ПОЛИТИКИ ВО УСЛОВИ НА  
ГЛОБАЛНАТА КРИЗА –  
САД, ЕУ И ЗВР**

**глава**

**IV**

## ГЛАВА IV

### КРЕИРАЊЕ НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ ВО САД, ЕУ И ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНАТА КРИЗА

#### 4.1. Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во САД

Причините за Глобалната економска криза кои беа елаборирани во втората глава од дисертацијата во голем дел се однесуваат и ја објаснуваат ситуацијата во која беше затечена американската економија во 2007 г. Падот на цените на недвижностите, а посебно пропаѓањето на „Леман Бродерс“ предизвика мешаница во финансискиот сектор – цените на хартиите од вредност почнаа драстично да паѓаат, довербата во пазарите еноормно опадна, кредитните канали и каналите за финансирање на големите финансиски институции се замрзнаа, потребата за ликвидност и финансии во финансискиот и реалниот сектор драстично се зголеми, а сето тоа понатаму водеше до остар пад на економската активност и значајно зголемување на невработеноста. Главните чувари на поредокот во финансискиот и реалниот сектор – Федералните резерви, Министерството за финансии, Конгресот и Корпорацијата за осигурување на депозити преземаа големи чекори со цел да ја запрат бурата која надоаѓаше и да му помогнат на реалниот сектор. Конгресот на САД, со цел да го спаси финансискиот сектор, донесе серија закони, како: Законот за итна економска стабилизација (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) кој беше донесен на 3 јануари 2008 г. и во себе ја содржеше Програмата за ослободување од проблематичната актива (Troubled Asset Relief Program -TARP) тешка 700 милијарди долари; Законот на Дод-Фернк за реформа на „Вол Стрит“ и заштита на потрошувачите (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) беше донесен 5 јануари 2010 г. за реформа на доминантен дел од финансискиот систем на САД; со цел креирање работни места и забрзано економско здравување, на 6 јануари 2009 г. беше донесен (American Recovery and Reinvestment Act of 2009 – ARRA). Покрај тоа, ФЕД креираше неколку програми за стабилизирање на пазарите на пари и за спас на финансиските институции и финансискиот сектор (TALF, TDF, TAF, TSLF, CPFF, MMIFF и др.). Имајќи ја предвид обемноста и комплексноста на оваа проблематика (големиот број мерки, регулативи, вклучени

институции) во продолжение ќе се обидеме да ги доловиме клучните аспекти и поенти на конвенционалниот и неконвенционалниот одговор на глобалната криза од монетарната политика (ФЕД) и фискалната политика (Владата на САД/Конгресот, Министерството за финансии и др.).

#### **4.1.1. Одговор на монетарната политика**

Клучна цел на ФЕД и на Федералниот комитет за отворен пазар (Federal Open Market Committee - FOMC) како носител на монетарната политика, согласно мандатот даден од Конгресот, претставува промовирањето максимална вработеност, стабилни цени и разумно ниво на долгорочните каматни стапки. При креирањето на монетарната политика ФЕД (FOMC) треба да настојува да ги намали девијациите на инфлацијата од нејзината долгорочна цел (стапка на инфлација од 2%) и невработеноста од проценетото максимално ниво (проценето ниво од 5,2 до 6%). Овие цели се комплементарни, меѓутоа доколку тоа не е случај, ФЕД треба да применува балансиран принцип во постигнувањето на двете цели. Оваа дуална цел ја претставува рамката (долгорочната стратегија и цели) во која е креирана монетарната политика во САД во време на кризата и денес (FED, 2012).<sup>116</sup>

##### ***4.1.1.1. Конвенционален одговор***

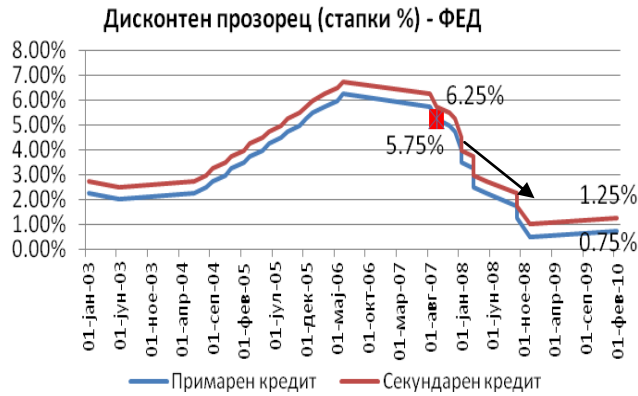
Кога финансискиот сектор на САД беше силно погоден од финансискиот шок во август 2007 г., ФЕД брзо реагираше обезбедувајќи ликвидност – намалувајќи ја дисконтната стапка и проширувајќи го рокот на кој може да се користи дисконтниот прозорец (проширување на примарната кредитна линија до 30 дена, наместо дозволените кратки временски периоди, вообичаено прекуноќ). Исто така, јазот помеѓу стапката на примарниот дисконтен кредит и референтната каматна стапка на ФЕД беше намален на 50 базични поени, со најава дека овие промени ќе останат сè до подобрувањето на ликвидноста на пазарите<sup>117</sup> (види графикон бр. 4.1 ).

---

<sup>116</sup> Види ФЕД-известување за јавноста за долгорочни цели и стратегија на политиките, објавено 25. 01. 2012: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>

<sup>117</sup> Поопширно за дисконтниот прозорец, дисконтните стапки, регулативата и ограничувањата види: <http://www.frbdiscowindow.org/historicalrates.cfm?hdrID=20&dtlID>

Графикон бр. 4.1



Извор: FED Discount Rate Data -

<http://www.frbdiscountwindow.org/rates.cfm?hdrID=20&dtIID=>

Графикон бр. 4.2



Извор: FED data -

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/regresbalances.htm>

Дополнително на ова, ФЕД во септември 2007 г. го намали и таргетот на референтната каматна стапка за 50 б.п., меѓутоа како што индикациите за сè поголемо ослабување на економијата во следниот период се материјализираа, ФЕД до април 2008 г. ја намали референтната каматна стапка до нивото од 2%, или кумулативно за 325 б.п. По ова намалување, ФЕД продолжи да ги набљудува условите на финансиските пазари и во реалната економија во следните 5-6 месеци притоа одржувајќи го таргетираното ниво на референтната стапка. По драстичното влошување на ситуацијата при крајот на 2008 г. следуваа две нови намалувања на референтната стапка – за 100 б.п. во октомври и со уште едно крочење на референтната стапка на 16 декември 2008 г. се допре нултата граница на таргетираната стапка од 0 - 0,25 б.п., која се одржува до денес (види Графикон бр. 4.3).

Графикон бр. 4.3



Извор: FED data - <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

Почнувајќи од октомври 2008 г., ФЕД почна да плаќа камата на задолжителната резерва која треба да ја држат банките, со што се елиминира имплицитното оданочување на депозитарните институции. Одлуката да се плаќа камата и на вишокот на резерви над задолжителното ниво ѝ обезбедуваше на ФЕД дополнително средство за управување со

монетарната политика. Задолжителната резерва изнесува 3% од обврските (нето-трансакциските сметки) во интервал од 12,4 до 79,5 мил. долари (10% над тој износ),<sup>118</sup> додека каматната стапка која се плаќа изнесува 0,25% (во исто ниво со таргетираната референтна стапка).<sup>119</sup> Ниската транша (горната граница) на задолжителната резерва се приспособува секоја година, како износ од 80% зголемување/намалување на нето-трансакциските сметки на сите депозитарни институции. Доколку го погледнеме драстичното (дуплирано) зголемување на границата на ниската транша од 43,9 мил. долари во декември 2007 г. на 79,5 мил. во декември 2012 г., јасна е ситуацијата на финансиските пазари во САД во периодот и потребата/потрагата по ликвидни и сигурни средства (види графикон бр.4.2).

И покрај значајното релаксирање на конвенционалниот одговор на монетарната политика, условите на кредитните и поопширно финансиските пазари продолжија да се влошуваат. Ова наметна на крајот од 2008 г. и почетокот на 2009 г. да се преземат невообичаени чекори со цел да се обезбеди ликвидност и поддршка на кредитните пазари, што вклучуваше воспоставување линии за обезбедување итна ликвидност и креирање/проширување на договорите за девизни свопови со 14 централни банки на глобално ниво. Овој одговор на ФЕД (заедно со сличниот одговор од другите централни банки во развиените економии) помогна во запирање на првиот бран од кризата и стабилизирање на глобалните финансиски пазари, меѓутоа ефектите веќе се имаа пренесено и на реалниот сектор од економијата. Во услови кога монетарната политика функционираше на нултата граница на каматната стапка, невработеноста остро се зголеми (стапката на невработеност до 10% во 2009 г.), стапката на инфлација беше значајно намалена, а финансискиот сектор покажуваше скромни знаци на заздравување, ФЕД го дополнува својот традиционален инструментариум со неконвенционални мерки (види Bernanke, 2012)<sup>120</sup>.

---

<sup>118</sup> Поопширно за обврските за задолжителна резерва и дефинирање/пресметка на различните транши види <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>

<sup>119</sup> Поопширно за пресметката и износите на каматните стапки кои се плаќаат на задолжителната резерва види <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm>

<sup>120</sup> Неконвенционален одговор за кој Бернаке пишува дека, освен од некои генерални принципи и скромната академска литература, ФЕД се водел и од „learning by doing“, види Bernanke (2012).

#### 4.1.1.2. *Неконвенционален одговор*

Имајќи предвид дека ФЕД се соочуваше со нестандартен монетарен проблем, покрај искористувањето на целиот конвенционален инструментариум, мораше да премине кон неконвенционални мерки со кои ќе ја запре „финансиската лавина“ и ќе го стабилизира финансискиот систем. Нестандардниот инструментариум кој го користеше и сè уште го практикува ФЕД генерално може да се подели во три групи<sup>121</sup> (види поопширно Bernanke, 2009; FED, 2012):

*Првиот пакет инструменти се блиску поврзани со традиционалната улога на ФЕД како позајмувач во краен случај, вклучувајќи обезбедување краткорочна ликвидност на банките, другите депозитарни и финансиски институции.* Овие акции вклучуваа: креирање нови капацитети за „отворениот прозорец“ на ФЕД (од август 2007 г., јазот помеѓу дисконтната и референтната стапка беше намален од 100 б.п. на 25 б.п., зголемен рокот на дисконтните кредити до 90 дена итн.); креирање на Term Auction Facility (TAF), кој обезбедува кредитирање депозитни институции до три месеци; спроведување на Term Securities Lending Facility (TSLF), што им овозможува на примарните дилери да позајмуваат државни обврзници од ФЕД со помалку ликвиден колатерал; иницирање на Primary Dealer Credit Facility (PDCF), со што им се овозможува на примарните дилери пристап до краткорочна ликвидност во замена за дефиниран колатерал; најпосле, имајќи предвид дека меѓубанкарските пазари се глобално интегрирани, ФЕД исто така склучи договори за билатерални девизни свопови со 14 централни банки, со цел да се намали притисокот/побарувачката на глобалните пазари за долари.<sup>122</sup>

Имајќи предвид дека креирањето краткорочна ликвидност со наведените мерки е обезбедено со дефиниран и висококвалитетен колатерал, ризикот за билансот на ФЕД е скромн. Од друга страна, обезбедувањето ликвидност од ФЕД со овој инструментариум го намалува системскиот ризик преку убедувањето/ефектите на пазарните учесници дека доколку краткорочните инвеститори ја загубат довербата, финансиските институции ќе можат да ги задоволат своите потреби за ликвидност без притоа да преминат на итна и голема продажба на своите средства. Ова понатаму го намалува стресот за финансирање на финансиските пазари и ја зголемува мотивацијата и иницијативите на овие институции да позајмуваат и да креираат

<sup>121</sup> Детален приказ на секоја неконвенционална мерка на ФЕД – рок на примена, цел, учесници, услови, фреквенција, влијание на билансот на ФЕД види во истражувањето на European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, Collignon et al. (2012) : <http://www.europarl.europa.eu/studies>

<sup>122</sup> Поопширно и подетално за конкретните инструменти на ФЕД, нивите рокови на донесување и затворање види: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/expiredtools.htm> . TAF програмата е затворена на 8 март 2010 г.; TSLF е објавена на 11 март 2008 г., а е затворена на 1 февруари 2010 г.; PDCF програмата е отворена на 17 март 2008 г., а затворена е на 1 февруари 2010 г.

пазари. Меѓутоа, треба да се забележи дека тоа не претставуваше комплетно решение, бидејќи сè уште загриженоста за капиталот, квалитетот на средствата, кредитниот ризик и левериџ ја ограничуваат иницијативата на голем број финансиски посредници да ги зголемат своите кредитни и други финансиски активности на пазарите и во услови на доволна ликвидност. Обезбедувањето ликвидност на финансиските институции не влијае директно на нестабилноста или на намалената кредитна способност на критичните небанкарски пазари, како што се пазарите на комерцијални хартии од вредност, хипотекарни хартии и други „asset-backed securities“ кои имаат значајна улога на кредитните пазари во САД.

*Вториот пакет инструменти настојува да обезбеди ликвидност директно на позајмувачите и инвеститорите на клучните кредитни пазари.* Инструментариумот на ФЕД во оваа насока вклучува:<sup>123</sup> Commercial Paper Funding Facility (CPFF), која преку купување квалитетни необезбедени (неосигурани) комерцијални хартии од вредност треба да обезбеди ликвидносна поддршка за издавачите на комерцијални хартии од вредност (записи) во САД, да го зголеми пристапот до краткорочно финансирање на тие пазари и со тоа да влијае на достапноста до кредити на домаќинствата и бизнисите; Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) - програма која имаше за цел да обезбеди финансиски средства за САД депозитарните и банкарски институции со цел да го финансира нивното купување на asset-backed commercial paper (ABCP), што треба да им помогне на фондовите на пазарот на пари кои поседуваат вакви хартии од вредност и генерално да ја зголеми ликвидноста на овие хартии од вредност и, воопшто, на пазарите на пари; Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) – програма која има за цел да ја зголеми ликвидноста на пазарот на пари преку кредитна поддршка од ФЕД за серија од Special Purpose Vehicles (SPV) креирани од приватниот сектор според дефинирани услови – секое SPV ќе може да купи дефинирани инструменти на пазарот на пари од дефинирани инвеститор, користејќи финансии од MMIFF; Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) е програма која треба да им помогне на пазарните учесници да ги задоволат кредитните потреби на домаќинствата и малите бизниси преку поддршка на издавањето на asset-backed securities (ABS) колатерализирани со заеми од различни видови дадени на потрошувачи/бизниси со различна големина.

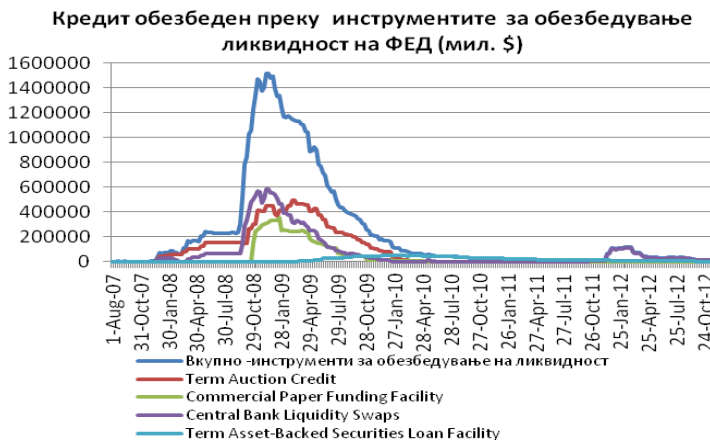
---

<sup>123</sup> Поопширно и подетално за конкретните инструменти на ФЕД, нивните рокови на донесување и затворање види: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/expiredtools.htm>. CPFF почнува да се применува од 27 октомври 2008 г., а затворена е на 1 февруари 2010 г.; AMLF почнува да се применува од 22 септември 2008 г., а затворена е на 1 февруари 2010 г.; MMIFF почнува да се применува од 21 октомври 2008 г., а затворена е на 30 октомври 2009 г.; TALF почнува да се применува на 25 ноември 2008 г. и до ден-денес се применува.



Со оваа програма, ФЕД треба да позајми без надомест 200 милијарди \$ на сопствениците на ABS (рангирани со AAA) креирани на база на нови или неодамна издадени потрошувачки или заеми на малите бизниси. Министерството на финансии на САД, во рамките на програмата TARP, ќе обезбеди кредитна заштита за ФЕД во износ од 20 милијарди \$ кои ќе бидат на располагање за TALF програмата. На графиконот бр. 4.4 се прикажани движењата на избрани програми за обезбедување ликвидност од страна на ФЕД. Помеѓу програмите за обезбедување ликвидност TAF и CPFF, и ликвидносните свопови имаа најголемо влијание на билансот на ФЕД, што се гледа од нивното учество во вкупно обезбедената ликвидност. Од графиконот, исто така, се гледа намалувањето/згаснувањето на овие програми и нивната атрактивност во 2009 г.

Графикон бр. 4.4



Извор: FED data - Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1):

[http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

Третиот пакет инструменти/мерки беше проширување на традиционалните инструменти на ФЕД – операциите на отворен пазар и референтната каматна стапка (која ја допре нултата граница) за поддршка на кредитните пазари преку вршење притисок за намалување на долгорочните каматни стапки и понатамошно релаксирање на финансиските услови преку купување долгорочни хартии од вредност во портфолиото на ФЕД<sup>124</sup>. Од јануари 2009 г. до август 2010 г. со цел намалување на трошокот и зголемување на достапноста на кредити за купување недвижности, ФЕД купи 175 милиони \$ во директни обврски од Fannie Mae, Freddie Mac и од Federal Home Loan Banks, како и 1,25 трилиони \$ во хипотекарни хартии од вредност (MBS), гарантирани од Fannie Mae, Freddie Mac и од Ginni Mae. Од март 2009 г. до октомври 2009 г. ФЕД купи 300 милијарди \$ долгорочни државни обврзници со цел да ги

<sup>124</sup> Подетално за купувањето долгорочни хартии од вредност и поддршката на определени финансиски институции од ФЕД види: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm)

подобри условите на приватните кредитни пазари. Овој тренд продолжи од ноември 2010 до јуни 2011 г. кога ФЕД купи дополнителни 600 милијарди \$ долгорочни државни обврзници. Почнувајќи од септември 2012 г., ФЕД понатаму ја релаксираше политиката со купување дополнителни MBS со темпо од 40 милијарди \$ месечно итн.

Како дополнување на третиот пакет инструменти од крајот на 2011 г. ФЕД почна да врши зголемување на просечната рочност на портфолиото со цел да изврши дополнителен притисок за намалување на долгорочните каматни стапки и понатамошно релаксирање на политиката. Со намалување на понудата на долгорочни државни обврзници на пазарот оваа програма треба да изврши притисок за намалување на каматните стапки на државните обврзници, а како резултат на пониските приноси на државните обврзници, притисокот за намалување на каматните стапки на широк круг инструменти што инвеститорите ги сметаат за блиски супститути за долгорочните државни обврзници (хипотеки, корпоративни обврзници, кредити на домаќинствата и бизнисите итн.) ќе се прошири. Во оваа насока, на 21 септември 2012 г. ФЕД објави дека ќе ја зголеми просечната рочност на своето портфолио од обврзници до 20 јуни 2012 г. преку купување на 400 милијарди \$ државни обврзници со достасување од 6 до 30 години, а ќе продаде ист износ на државни обврзници кои доспеваат до 3 години (на 20 јуни 2012 г. објави дека ја продолжува оваа програма до крајот на 2012 г. со дополнително купување/продавање државни обврзници во износ од 276 милијарди \$).

Од причина што наведениот неконвенционален одговор на ФЕД (и другите централни банки низ светот) имаше значајно влијание на неговиот биланс, овие мерки/инструменти често се нарекуваат билансни мерки/инструменти. Во продолжение, на графиконите бр.4.5 и 4.6 е претставено движењето на билансот на ФЕД и неговата генерална структура во услови на глобалната криза.

Графикон бр.4.5



Графикон бр.4.6



Извор: FED data - Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1):  
[http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

Од почетокот на глобалната криза, билансот на ФЕД значајно се зголеми и неговата структура се измени.<sup>125</sup> Вкупните средства на ФЕД значајно се зголемија од 869 милијарди \$ во август 2007 г. на износ над 2 трилиони \$. Ова зголемување на билансот беше придружено со повремени промени на неговата структура – нивото на хартии од вредност се намали на преминот од 2007 во 2008 г. бидејќи ФЕД продаде големо количество државни обврзници со цел да го релаксира зголемувањето на кредитирањето преку програмите за ликвидност. Меѓутоа, потоа (од 2009 г.), како резултат на третиот пакет инструменти, учеството на хартиите од вредност драстично се зголеми, рефлектирајќи ги купувањата од страна на ФЕД на државни обврзници, агенциски долг и хипотекарни хартии од вредност гарантирани од агенциите. Програмите за обезбедување ликвидност во текот на 2009 г. и периодот потоа драстично се намалија (или беа елиминирани). Исто така, поддршката за определени систематски важни финансиски институции (Bear Stearns, AIG, Citigroup, Bank of America) по 2008 г. значајно се намали (види графикон бр. 4.7 во анексот)<sup>126</sup>.

Големиот број емпириски истражувања покажуваат дека неконвенционалните инструменти што ги имплементираше ФЕД (преку трите билансни програми, посебно купувањата на големи износи хартии од вредност) биле ефикасни (види Yellen, 2012; Bernanke, 2012), и тоа во неколку насоки: во намалувањето на приносот на долгорочните државни обврзници во интервалот од 40 до 110 б.п. (види поопширно Gagnon et al., 2011; Hamilton and Wu, 2012; Chung et al., 2012; Wright, 2012); во надолен притисок и позитивни ефекти на другите финансиски пазари (намалување на приносите на корпоративните обврзници и MBS, пораст на цените на акциите на берзите), притоа намалувајќи ги трошоците на позајмување на домаќинствата и бизнисите и подобрување на другите финансиски услови (види поопширно Hancock and Passmore, 2011; Krishnamurthy and Jorgensen, 2011; Wright, 2012); а предизвикаа и пошироки позитивни ефекти на економијата<sup>127</sup> (види поопширно Fuhrer and Olivei, 2011; Kiley, 2012).

---

<sup>125</sup> Детално за движењата и детерминантите на билансот на ФЕД види:

[http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

<sup>126</sup> Детално за поддршката за специфични институции од страна на ФЕД види:

[http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_supportspecific.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_supportspecific.htm)

<sup>127</sup> Преку користење на еден ФЕД модел на економијата со ефектот од првите две рунди на купување поголеми количества хартии од вредност придонеле за зголемување на производството за 3% и отворање на 2 милиони работни места итн. (види Chung et al., 2012).

Во експанзивниот неконвенционален инструментариум<sup>128</sup> на ФЕД ќе ги вброиме и комуникациските инструменти што ги применува ФЕД за стабилизирање на очекувањата на економските субјекти и стабилизирање на пазарите. Овој инструмент (јасната комуникација) е од особена важност за монетарната политика посебно во услови кога има потреба од дополнителен стимул за економијата, а монетарната политика ја допрела нултата граница на каматната стапка. Практиката на огромен број централни банки за примена на овој инструмент и негово ставање во стандардниот инструментариум ни дава право и можност тој во иднина да биде вклучен и во конвенционалниот пакет инструменти на монетарната политика. Преку влијанието и водењето на очекувањата на приватниот сектор за идните движења на краткорочните каматни стапки се влијае на намалувањето на долгорочните каматни стапки во економијата, со што се релаксираат условите во финансискиот сектор (види поопширно Levin et al., 2010). ФЕД значајно го користеше инструментот за водење на идните очекувања (forward guidance) за релаксираната монетарна политика што не преставува безусловно ветување, туку колективна проценка на ФЕД за соодветниот одговор на монетарната политика согласно нивните цели перспективи за економијата (види поопширно Bernanke, 2012). Од март до јуни 2009 до јуни 2011 г., соопштенијата на ФЕД (FOMC) по состаноците јасно потенцираа дека економските услови „најверојатно гарантираат посебно ниски нивоа на референтната каматна стапка во подолг период“ (види Board of Governors, 2009). Во 2011 г. ФЕД излезе со уште поконкретна изјава дека економските услови наложуваат каматната стапка да остане на особено ниско ниво најмалку до средината на 2013 г. (види Board of Governors, 2011), додека во почетокот на 2012 г. ФЕД го продолжи рокот и трендот на особено ниски референтни стапки до крајот на 2014 г. (види Board of Governors, 2012).

#### **4.1.2. Одговор на фискалната политика – економски стимулации и интервенции во финансискиот сектор**

Финансиската криза во САД предизвика значајни ефекти врз целата економија на САД, принудувајќи ја Владата/Конгресот да преземе дотогаш невидени чекори за стабилизација на реалниот и финансискиот сектор. Големиот број причини/последници кои беа карактеристични за економскиот систем на САД наметнаа потреба од комплексен и силен одговор од страна на

---

<sup>128</sup> Иако честата практика, големиот број истражувања кои го потврдуваат значењето на овој инструмент, зголемувањето на трендот голем број централни банки во светот да го користат овој инструмент како дел од нивниот инструментариум ни дава некоја слобода истиот во иднина да го вбројуваме во конвенционалните мерки.

фискалната политика, кој беше структуриран во неколку позначајни закони/програми што ги донесе Конгресот:

- почнувајќи од 2008 г., интервенциите најпрвин се однесуваа на стабилизација на финансиските пазари и финансискиот сектор, и тоа преку: Законот за домување и економско закрепнување (Housing and Economic Recovery Act of 2008 – HERA), Програмата за гаранции кои се однесуваат на Фондовите на пазарите на пари (Treasury's Guarantee Program for Money Market Mutual Funds) објавена септември 2008 год., Законот за итна економска стабилизација (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) кој ја содржеше Програмата за ослободување од проблематичната актива (Troubled Assets Relief Program -TARP), Планот за финансиска стабилност (Financial Stability Plan) објавен во февруари 2009 г. од кој најголем дел подоцна беше вклучен во (American Recovery and Reinvestment Act of 2009 – ARRA) и Законот на Дод –Френк за реформа на „Вол Стрит“ и заштита на потрошувачите (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), објавен на 5 јануари 2010, а наменет за значајна реформа на финансискиот систем во САД.

- фискалните мерки кои се однесуваа на реалната економија се огледуваат во: Законот за економско стимулирање (Economic Stimulus Act of 2008) од јануари 2008 г., Законот за здравување и реинвестирање на американската економија (American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) итн., а кои го зголемија јавното трошење и ги намалија даночните побарувања.

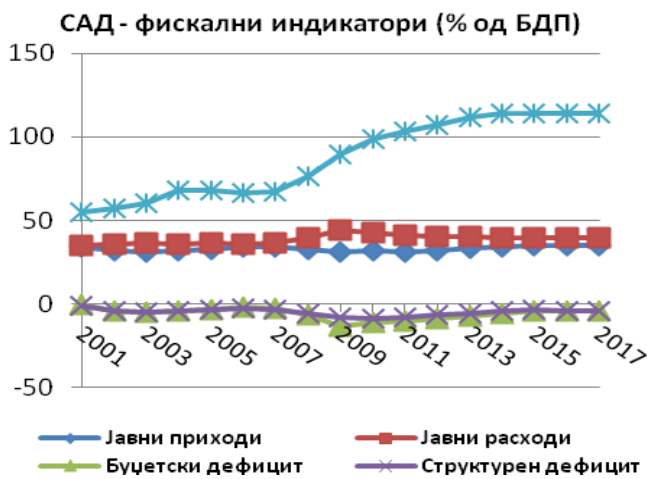
Во продолжение, ќе направиме обид за кратко елаборирање на комплексните програми кои ја даваат рамката на одговорот на САД на рецесијата.

#### ***4.1.2.1. Одговор на економската криза – економски стимулации***

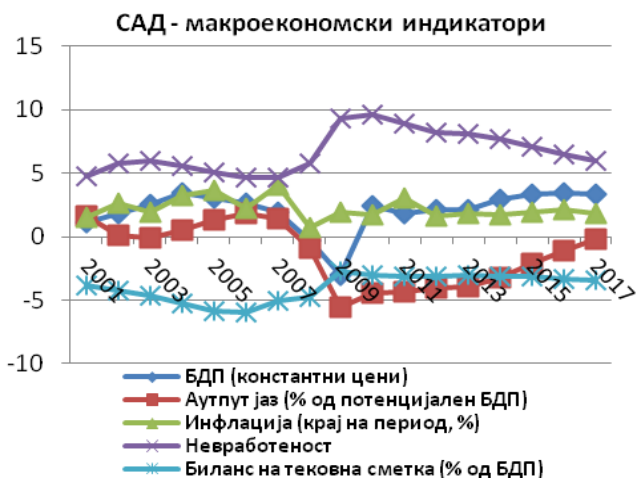
Глобалната економска криза предизвика големи надолни поместувања на сите макроекономски индикатори во американската економија (види графикон бр.4.9 ): БДП на САД со раст од скоро 2% во 2007 г. почна значајно да опаѓа во следните две години бележејќи пад од 3% во 2009 г., а потоа бележи скромно закрепнување; производствениот јаз останува значаен и негативен почнувајќи од 2008 г. па сè до 2017 г. колку што опфаќа периодот на предвидување на ММФ; невработеноста по постигнување на врвот од скоро 10% во 2010 г., со благо намалување, го задржува покаченото ниво на среден рок; стапката на инфлација останува стабилна и покрај значајното релаксирање на монетарната и фискалната политика; билансот на

тековната сметка бележи благо намалување од почетокот на кризата (2008 г.). Во однос на фискалните индикатори, трендовите се, исто така, негативни (види графикон бр.4.8): јавните приходи бележат намалување од скоро 2 п.п. во периодот 2007-2012 г.; јавните расходи, споредено со 2007 г., пораснале за скоро 8 п.п. во 2009 г. и 6 п.п. 2010 г. аналогно на ова, буџетскиот дефицит бележи значајно зголемување од 2% од БДП 2006 г. на 11% од БДП во 2010 г. и 10% од БДП во 2011 г., како резултат на значајниот дискреционен одговор и структурниот дефицит го следи зголемувањето на дефицитот; јавниот долг бележи стапки на раст кои во иднина може да се приближат кон тешко одржливо ниво – зголемување од 67% од БДП во 2007 г. на 107% од БДП 2012 г., а според предвидувањата на ММФ, и во иднина тој благо ќе се зголемува, достигнувајќи ниво од 114% од БДП во 2017 г.

Графикон бр. 4.8



Графикон бр. 4.9



Извор: IMF, World Economic Outlook Database, October 2012

Глобалната криза предизвика намалување на богатството со намалувањето на вредноста на средствата и логичната реакција на домаќинствата на овој шок на нивните биланси беше зголемување на штедењето. Личната потрошувачка во САД изнесува 70% од БДП (или 10 трилиони \$), што значи дека секое зголемување на штедењето ја намалува потрошувачката и, според тоа, доходот за околу 100 милијарди \$. Од декември 2007 г. до мај 2009 г. стапката на штедење во САД се зголеми од 0,4% на 6,9% имплицирајќи намалување во националниот доход од 650 милијарди \$. Ова зголемување на штедењето, покрај тоа што направи тектонски промени на микроекономско ниво, исто така, предизвика огромни макроекономски ефекти на моторите на економијата – агрегатната побарувачка и националниот доход (види Carfagnini, 2012). Според тоа, фискалниот одговор на владата на САД беше ставен „помеѓу чеканот и наковалната“ и мораше да дејствува силно и одлучно.

Првиот одговор на фискалната политика беше направен со донесувањето на **Законот за економско стимулирање (Economic Stimulus Act of 2008)**<sup>129</sup> од јануари 2008 г., кој беше заснован на три главни дела<sup>130</sup>:

- индивидуално даночно олеснување/намалување, со коешто поединците може да се квалификуваат за добивање даночно олеснување за нивно економско закрепнување, „recovery rebates“, коешто Управата за јавни приходи на САД го лансираше во средината на 2008 г., а се однесуваше на даночните обврски (поднесените даночни пријави) за 2007/2008 гд. Најголемиот број даночни обврзници кои се квалификуваа согласно лимитите на доходот добија даночно намалување од 300\$ по лице (600\$ за брачен пар), како и 300\$ за издржувано дете под 17 г. Ова даночно намалување требаше да биде во границите на нето-даночната обврска на поединците, меѓутоа да не надминува 600\$ по лице (односно 1.200\$ за брачен пар). Вкупно беше пресметано дека ова даночно ослободување ќе ја намали федералната даночна стапка за 5% во 2008 г., ќе ја намали ефективната федерална даночна стапка од 19,6% на 18,6% и ќе ги намали федералните приходи за проценета вредност од 107 милијарди \$ во 2008 г. и дополнителни 10 милијарди \$ во 2009 г.<sup>131</sup>
- привремено зголемување на лимитите за трошење на материјалните средства кои се купени за активно спроведување бизниси или трговија (кои подлежат на амортизација). Бизнисите можат да ја потрошат (односно да го одбијат целиот трошок) за „qualifying investment“ преземени во 2008 г., предмет на ограничувања за дуплиран износ од 250.000 \$ (лимитот се намалува за износот за кој сумата надминува 800.000 \$) , додека по 2008 г. лимитите се враќаат на нивото од 1997 г. во износ од 125.000 \$ (намалување за износот за кој сумата надминува 500.000 \$). Оваа мерка ги намали федералните приходи за 1,5 милијарди \$ во 2008/2009 г., меѓутоа како резултат на неможноста фирмите да пријавуваат поголеми суми на амортизаација во следните години, овој износ би требало да се надомести за 1,4 милијарди \$.

<sup>129</sup> Види Economic Stimulus Act of 2008, Јануари, 2008 год., Сто и десетти Конгрес на САД: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-110hr5140enr/pdf/BILLS-110hr5140enr.pdf>

<sup>130</sup> Четвртата мерка која е посочена во Economic Stimulus Act of 2008 г. се однесува на: привремено зголемување на кредитните лимити за Fannie Mae и Freddie Mac за хипотеки кои потекнуваат од периодот од 1 јули 2007 г. до 31 декември 2008 г.; привремено зголемување на лимитите за кредитирање на Federal Housing Administration (FHA) за хипотеки за кои издавачот на хипотека одобрил кредит пред 31 декември 2008 г. Види детално: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-110hr5140enr/pdf/BILLS-110hr5140enr.pdf>

<sup>131</sup> Види детално за конкретните мерки Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution: <http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/background/stimulus/2008.cfm>

- Специјални повластици за амортизација на определени видови инвестиции – покрај износот на инвестиции кој компаниите веќе го направиле, тие можат да бараат дополнителна амортизација во износ од 50% за првата година, за инвестиции кои се реализирани во 2008 г.

Според процените на Комитетот за оданочување на САД, трите стимулации ги намалиле федералните приходи за 152 милијарди \$ во 2008 г. и дополнителни 16 милијарди \$ во 2009 г., меѓутоа како резултат на намалените износи на амортизација кои ќе се пријавуваат во годините што следат, вкупните загуби во периодот 2008-2018 г. се проценуваат на 125 \$ милијарди.

Сржта/доминантниот одговор на фискалната политика на САД во справувањето со глобалната криза беше сумиран во **Законот за заздравување и реинвестирање на американската економија (American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA)**<sup>132</sup> потпишан од претседателот на 17 февруари, само 28 дена по неговото назначување.

Генерално, оваа програма, преку обезбедување 787 милијарди \$ (во 2011 г. овој износ беше зголемен на 840 милијарди \$ да биде во согласност со буџетот во 2012 г. и реализирањето на ARRA од донесувањето во 2009 г.) се состоеше во:<sup>133</sup> даночни намалувања и олеснувања за милиони домаќинства и бизниси; финансирање социјални програми, како што се надоместите за невработените; финансирање на федерални инвестиции, грантови и кредити. Со цел поблиску да се следи, да се постигне транспарентност и ефикасност во реализирањето на оваа гигантска програма со овој закон се бара корисниците да поднесуваат извештаи секој јануари, април, јули и октомври за тоа како се користени средствата.<sup>134</sup>

ARRA, со првично проценетиот износ од 787 милијарди \$ (и зголемениот, 840 милијарди \$), претставува најголемата контрациклична акција во американската историја. Програмата обезбедува даночни намалувања и зголемување на јавните расходи во износ еквивалентен на 2% од БДП во 2009 г. и 2,3% од БДП во 2010 г. – само за споредба, најголемата фискална експанзија во времето на „New Deal“ беше зголемување на дефицитот за 1,5% во 1936 г. по што веќе следната година беше следена од уште поголема фискална контракција. Пакетот кој

---

<sup>132</sup> Види American Recovery and Reinvestment Act of 2009”, сто и единаесетти Конгрес на САД:  
<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ5/pdf/PLAW-111publ5.pdf>

<sup>133</sup> Претседателот си постави цел со овој фискален стимул да ја зголеми вработеноста за 3,5 мил., споредено со ситуација без фискална поддршка, види Economic Report of the President:  
<http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/microsites/economic-report-president-chapter-2r2.pdf>

<sup>134</sup> Детално за спроведувањето/извештаите од American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA види:  
[http://www.recovery.gov/About/Pages/The\\_Act.aspx](http://www.recovery.gov/About/Pages/The_Act.aspx)



требаше да го води излезот на американската економија од глобалната криза имаше широк опфат и диверзификација (види Economic Report of the President, 2010):

- скоро една третина од стимулациите беа во форма на даночни намалувања/олеснувања. Најзначајни беа „Making Work Pay tax credit“ кои ги намалуваа даноците за 95% на работничките фамилии, а даноците за типична фамилија беа намалени за 800 \$ во 2009/2010 г. Друга мерка во оваа насока претставуваше обезбедувањето на скоро 14 милијарди \$ за еднократен надомест на ветерани, луѓе со недостатоци и други социјално маргинализирани групи.

- бизнисите, исто така, добија даночни олеснувања и стимулации: продолжување на мерката (која беше дел и од Economic Stimulus Act of 2008) со која се намалуваа даноците на новите инвестиции преку овозможување на компаниите веднаш да одбијат половина од трошоците за згради, машини, опрема (бонус амортизација), чијашто цел беше да се влијае на тајмингот на инвестициите. Глобалната криза ја стави во незавидна позиција реалната економија со блокирање на нормалниот тек и алокација на финансиските средства/кредити со што во времето на кризата голем број планови за развој на бизнисите (посебно на малите бизниси) беа откажани или одложени. Од тие причини ARRA вклучуваше и дополнителни мерки насочени специјално за малите бизниси со кои се дозволуваше нето-оперативните загуби привремено 75% да бидат одбиени од даноците на добивка, можност бизнисите веднаш да можат да ја потрошат (односно да го одбијат целиот трошок) 250.000 \$ за квалификувани инвестиции, мерки со кои се олеснува и зголемува кредитирањето на малите бизниси преку владината агенција SBA (Small Business Administration).

- значаен дел од стимулативниот пакет претставува и фискалното олеснување за државите (секоја држава подлежи на ограничувања и барања за балансиран буџет), бидејќи во услови на рецесија значајното намалување на јавните приходи ги принудува државите во зависност од нивната фискална состојба да ги намалуваат јавните расходи или да ги зголемуваат даноците. Федералното фискално олеснување во оваа ситуација може значајно да помогне (имајќи предвид дека во времето на донесување на ARRA голем број од државите веќе ги зголемуваа даноците и ги намалуваа јавните трошења) како превенција од изнудениот контракционен одговор, во одржувањето на клучните јавни сервиси, одржување на вработеноста, намалување на притисокот за зголемување на даноците итн. За фискално олеснување во ARRA беа обезбедени приближно 140 милијарди \$.

- ARRA, исто така, вклучуваше и приближно 90 милијарди \$ за поединците директно погодени од рецесијата. Ова служеше од една страна за олеснување и помош на поединците и семејствата што беа најмногу погодени од кризата, додека од друга страна нивното брзо трошење на овие средства претставува поттик и поддршка на агрегатната побарувачка и економијата. Во оваа група мерки, една од најважните компоненти претставува зголемувањето и продолжувањето на надоместите за невработените, намалување на даноците на невработените, субвенции за невработените да обезбедат здравствено осигурување итн.

- посебно значаен дел од ARRA претставуваа директните јавни трошења за инвестиции. Овие јавни инвестиции се од посебно значење затоа што имаа силно влијание на производството на краток рок преку нивните директни ефекти и преку зголемувањето на доходите и трошењето на работниците кои се дел од јавните проекти (инвестициски мултипликатор). Меѓутоа, нивното значење е големо и поради карактеристиката на овие стимули да се реализираат подолг временски период и нивните ефекти кои се од клучно значење за поддршка на економијата на среден и долг рок (по 2009/2010 г.). Тука беа вклучени традиционални јавни инвестициски проекти, како: транспортна инфраструктура, научни истражувања, почетни инвестиции во нови области, како информациски технологии во здравството, технологии за енергетска ефикасност и производство на „чиста“ енергија итн. Исто така, беа вклучени даночни кредити за специфични типови приватни расходи, како што се обезбедување сопствено водоснабдување или напредно производство на енергија. Приближно една третина од ефектите на буџетот како резултат на ARRA отпаѓаат на директните јавни трошења за инвестиции и даночни кредити.

Овој гигантски фискален стимул досега алоцираше (види US Recovery Accountability and Transparency Board, 2012):<sup>135</sup> 297,8 милијарди \$ во даночни олеснувања – ова вклучува приближно 240 милијарди \$ на поединци и домаќинства, 33,5 милијарди \$ во даночни поттикнувања за бизнисите да вработуваат определени ранливи групи (ветерани, лица од 16 до 24 години итн.), 10,8 милијарди \$ за подобрување на енергетската ефикасност на бизнисите и домаќинствата, 9,2 милијарди \$ за индустриски и инфраструктурен развој како и обуки/образование во областите со висока невработеност, 3,7 милијарди \$ за поддршки и продолжување на здравственото осигурување. ARRA, исто така, алоцираше износ од 244,3

<sup>135</sup> Види го последниот “Agency Financial Report”, “Breakdown of funding” на Recovery Accountability and Transparency Board за 2012 год.: <http://www.recovery.gov/About/board/Documents/FY2012%20AFR.pdf>  
Детално за диверзификацијата/континуитетот и идните планови види: “The Recovery Act”, US Recovery Accountability and Transparency Board, Annual / Quarterly Reports, <http://www.recovery.gov/About/board/Pages/Reports.aspx>.

милијарди \$ за владини/државни договори, грантови и заеми за инфраструктурни инвестиции во образованието, транспортот, здравството, енергетската ефикасност, заштитата на животната средина, домување, технолошки истражувања и здравство. Најпосле, ARRA досега алоцирал 235,7 милијарди \$ за социјални програми, бенефиции и субвенции како што се Medicaid/Medicare, осигурување за невработеност, субвенции за домаќинствата, за енергија, за земјоделството итн.

Експанзивната фискална политика што САД ја спроведуваше беше во линија на глобалните трендови по кои се дизајнираше фискалниот одговор, иако околу ова прашање сè уште постојат извесни спротивставености, посебно околу ефикасноста и потребата од гигантскиот фискален стимул. Фундаменталните разлики по ова прашање генерално потекнуваат од сфаќањето на економистите за улогата на државата во економскиот живот. Како еден пример (кој за разлика од многуте други, се спротивставува на државната интервенција во услови на глобалната криза) за ова претставува институтот CATO, кој во јануари 2009 г. објави статија во главните американски весници, каде што 200 економисти ја одбиваат потребата од експанзивната фискална политика/јавното трошење за стимулирање на економијата.<sup>136</sup> Прашање кое посебно е елаборирано/анализирано од економистите и кое по стабилизирањето на економијата ќе добие уште поголема важност претставува „пребројувањето на армијата и арсеналот по војната“ - проценката на ефектите и ефикасноста од најголемиот фискален одговор во историјата на САД. Иако фискалната експанзија која започна во 2009 г. не успеа да ја запре рецесијата, значајно да го стимулира економскиот раст и да ја намали невработеноста од нејзиното просечно ниво (9%), најновите истражувања покажуваат дека рецесијата би била значајно подлабока во отсуство на значајниот фискален одговор (види поопширно Pollin, 2012). Анализата на ефикасноста на ARRA (проценка на економските промени во отсуство на ARRA) направена од Канцеларијата на Конгресот одговорна за буџетот покажува дека позитивните ефекти од ARRA биле значајни за економијата, но сепак скромни во однос на негативните ефекти од финансискиот колапс и големата рецесија (види поопширно Congressional Budget Office, 2011): ARRA во 2009 и 2011 г. придонесува кон БДП од 1% до 2 %, во 2010 г. до 4,2%, додека во 2012 г. помеѓу 0,3% и 0,8%; доколку не била спроведена оваа програма,

---

<sup>136</sup> Види “Stimulus” CATO institute, <http://www.cato.org/research/tax-budget-policy>

невработеноста би била повисока за 0,3%–0,5% во 2009 г., 0,7%–1,8% повисока во 2010 г., 0,5%–1,4% повисока во 2011 г. и 0,2%–0,6%.<sup>137</sup>

ARRA само го покажа патот, го наметна силното темпо и одлучноста со која САД настојуваше да се справи со глобалната криза. Фискалниот одговор не запре со овој закон, туку беа донесени нови закони/програми (од кои некои беа продолжување/проширување на ARRA): во јуни 2009 г. Конгресот го донесе Законот со кој се обезбедуваа попусти за сопствениците кои заменуваа стари возила со нови, поекономични (Car Allowance Rebate System - CARS)<sup>138</sup>; во ноември 2009 г. беше донесен Законот за помош на работниците, сопствениците на домови и на бизнисите (Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009)<sup>139</sup>; овој тренд посебно се препознава во опциите предложени за даночна реформа од страна на економскиот тим на претседателот (види поопширно Economic Recovery Advisory Board, 2010); рамката за реформа на даноците на бизнисите со кои се намалуваат можностите за евазија, се намалува корпоративниот данок, се зајакнува американското производство и иновации, се зајакнува меѓународниот даночен систем со цел да се стимулираат домашните инвестиции, се поедноставуваат даночните намалувања за малите бизниси (види поопширно White House and the Department of the Treasury, 2012); генералните објаснувања на Министерството за финансии за фискалната 2013 г. каде што се става акцент на намалување на даноците со цел креирање работни места и поддршка на растот, даночни намалувања за поединци и домаќинства, поттикнување на производството, даночни намалувања за малите бизниси, иницијативи за регионален економски развој итн. (види поопширно US Department of the Treasury, 2012).

Препораките и предвидувањата, имајќи го предвид курсот на фискалната политика на САД, се однесуваат во насока на потреба од фискална консолидација во догледно време, затоа што динамиката на јавниот долг е неодржлива, а губењето на фискалниот кредибилитет може да биде погубно. Меѓутоа, темпото и содржината на ова приспособување треба да бидат приспособени на циклусот, а во оваа насока, фискалната рамка на среден рок, која ги зголемува

---

<sup>137</sup> Детални анализи за ефикасноста и ефектите од ARRA види: American Report to the President on progress implementing the American Recovery And Reinvestment Act of 2009, February 2010; Executive Office of the President Economic Advisers, eight quarterly report, December, 2011

<sup>138</sup> Види поопширно: Economic analyses of CARS, Executive Office of the President Economic Advisers, 2009, [http://www.whitehouse.gov/assets/documents/CEA\\_Cash\\_for\\_Clunkers\\_Report\\_FINAL.pdf](http://www.whitehouse.gov/assets/documents/CEA_Cash_for_Clunkers_Report_FINAL.pdf)

<sup>139</sup> Види: Fact Sheet: The Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009, The White House Office of the Press Secretary, <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/fact-sheet-worker-homeownership-and-business-assistance-act-2009>

приходите и спроведува реформи за намалување на долгорочните притисоци за зголемување на јавните расходи, ја претставува сржта на фискалната консолидација. Предлозите за намалување на дефицитот во оваа фаза од циклусот може да бидат премногу избрзани и директни и нема да помогнат значајно во намалувањето на јавниот долг на среден рок (види поопширно IMF, 2011).

#### ***4.1.2.2. Интервенции во финансискиот сектор – одговор на финансиската криза***

Глобалната економска криза наметна потреба од значајна интервенција на владата на САД за спас на финансиските институции кои беа најмногу погодени од кризата, одржување на ликвидноста и непречен проток на финансиски средства на финансиските пазари и реформа и реструктурирање на финансиската архитектура. Генералната структура на владините интервенции во финансискиот сектор може да се огледа во законите/програмите со кои владата на САД настојуваше да го стабилизира финансискиот сектор и да го запре прелевањето на ефектите во реалниот сектор:

Законот за домување и економско закрепнување (Housing and Economic Recovery Act of 2008 – HERA),<sup>140</sup> којшто му овозможи на Министерството за финансии да купува неограничено количество хартии од вредност од претпријатијата спонзорирани од Владата (Government Sponsored Enterprises – GSE) со цел превенција од нивно пропаѓање. Со оваа програма, Федералната агенција за домување (Federal Housing Administration – FHA) требаше да им обезбеди на приближно 400.000 сопственици на домови да ги рефинансираат своите обврски во подостапни хипотеки гарантирани од Владата (владата обезбедуваше гаранција до 300 милијарди \$ во нови 30-годишни хипотеки на кредиторите кои доброволно ги намалуваа хипотеките на загрозените сопственици на домови на најмалку 90% од тековната цена на имотот). Со ова требаше да се обнови довербата во Fannie Mae и Freddie Mac преку зајакнување на регулативата и вбризгување капитал во двете најголеми институции кои обезбедуваа хипотекарно финансирање во САД.

Програмата за гаранции кои се однесуваат на Фондовите на пазарите на пари (Treasury's Guarantee Program for Money Market Mutual Funds)<sup>141</sup> објавена во септември 2008 г., беше

---

<sup>140</sup> Види: “Housing and Economic Recovery Act of 2008”, сто и десетти Конгрес на САД, втора сесија: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-110hr3221enr/pdf/BILLS-110hr3221enr.pdf>. Исто така PUBLIC LAW 110–289—JULY 30, 2008, достапно на: [http://portal.hud.gov/hudportal/documents/huddoc?id=DOC\\_12714.pdf](http://portal.hud.gov/hudportal/documents/huddoc?id=DOC_12714.pdf)

<sup>141</sup> Види “Treasury Announces Guaranty Program for Money Market Funds”, US Department of Treasury Press release, 19,09,2008. Достапно на: <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1147.aspx>. Исто така “Summary of Terms for the Temporary Guaranty Program for Money Market Funds” достапно на: <http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Domestic-Finance/Documents/TermSheet.pdf>

одговор на Министерството за финансии на загриженоста дека се загрозени ликвидноста и нормалното функционирање на фондовите на пазарот на пари (види US Department of Treasury, 2008). Оваа програма обезбедуваше гаранција на акционерите на фондовите на пазарот на пари – односно доколку некој од фондовите на пазарот на пари не успее да ја задржи неговата нето-вредност на средствата од 1\$ (цел на фондовите претставува одржување на оваа вредност, која досега, во 40-годишната историја паднала под 1\$ /„break the buck“ само два пати – во 1994 г. и 2008 г.) програмата ќе обезбеди покритие на акционерите до износот што тие го поседувале на датумот кога програма била објавена. Оваа програма на Министерството за финансии имаше за цел да ја зголеми довербата во пазарите на пари и да ја намали загриженоста на инвеститорите за способноста на пазарите на пари да апсорбираат загуби. Иницијално, оваа програма требаше да важи три месеци, почнувајќи од 19 септември 2008 г., меѓутоа таа беше продолжена до 18 септември 2009 г.

Законот за итна економска стабилизација (Emergency Economic Stabilization Act of 2008 - EESA) кој ја содржеше Програмата за ослободување од проблематичната актива (Troubled Assets Relief Program - TARP). Како што ARRA ја претставуваше сржта на одговорот на фискалната политика на САД, така EESA, која ја содржи TARP, го претставува одговорот на Владата на САД на финансиската криза и хаосот во финансискиот сектор.

EESA го овластува Министерството на финансии да купува или да дава гаранции за проблематични средства/актива (trouble assets) и други финансиски средства, притоа вкупниот износ на купени и поседувани средства да не надминува 700 милијарди \$. Законот за помош на семејствата да ги зачуваат своите домови (Helping Families Save Their Homes Act of 2009) го зголеми вкупниот износ на TARP за 1,3 милијарди \$, додека во јули 2010 г. Законот на Дод-Френк за реформа на „Вол Стрит“ и за заштита на потрошувачите го намали износот на кумулативните обврски на TARP на 475 милијарди \$. Важноста на TARP, односно неговата можност да креира нови обврски, заврши во октомври 2010 г. Со цел да ја доловиме суштината на овој закон, а посебно на TARP, накратко ќе се обидеме да се осврнеме/спомнеме широкиот инструментариум со кој дејствуваше (види поопширно Office of Management and Budget's, 2011):<sup>142</sup> **Capital Purchase Program (CPP)** – Министерството ја креираше програмата во октомври 2008 г. со цел да се обнови довербата низ финансискиот систем, преку убедување на пазарите дека националните банкарски институции имаат доволно капитал да се справат со

---

<sup>142</sup> Детално са спроведувањето на TARP програмите види TARP Programs, US Department of the Treasury, достапно на: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx>

загубите и да ги кредитираат кредитноспособните позајмувачи (Министерството за финансии со оваа програма купи преференцијални акции во износ од 204 милијарди \$ во 707 финансиски институции). **Capital Assistance Program (CAP)** и други програми – лансирањето на оваа програма во март 2009 г. претставуваше втора фаза од CPP во рамките на која беа спроведувани супервизорски проценки и стрес-тестови. Девет од десетте финансиски институции кои беа идентификувани дека имаат потреба од капитал ја задоволија таа потреба од приватни извори. Овие стрес-тестови, исто така, беа основа за финансиските институции да ја користат CPP, иако Министерството немаше апликации за оваа програма до нејзиното затворање во ноември 2009г. **Community Development Capital Initiative (CDCI)** – преку оваа програма се обезбедуваше капитал по ниска цена за Финансиски институции за развој на заедницата (CDFI) кои функционираат на пазари на кои недоволно се вклучени традиционалните финансиски институции. Во рамките на програмата, овие финансиски институции можеа да добијат капитал во износ до 5% од ризичната актива, со обврска на Министерството да му плаќаат дивиденда од 2% во првите 8 г. (потоа се зголемува на 9%). **American International Group (AIG) Investments** – Министерството за финансии и ФЕД обезбедија финансиска поддршка за AIG со цел да се намали системскиот ризик кој можеше да го предизвика пропаѓањето на оваа компанија. По бројните инјекции на капитал, сопственоста на државата во AIG во јануари изнесуваше 92%, по што следуваше план за рекапитализација и намалување на уделот на државата, што резултираше со намалување на уделот на 77%. **Targeted Investment Program (TIP)** – целта на програмата беше да се стабилизира финансискиот систем преку финансирање на институциите кои се критични за негово функционирање. Со оваа програма беа купени преференцијални акции во износ од 20 милијарди \$ во Citigroup и во Bank of America (програмата е затворена со позитивен поврат од 8,5% на овие инвестиции). **Asset Guarantee Program (AGP)** – оваа програма имаше цел да обезбеди гаранции за средствата поседувани од финансиските институции кои имаа критична улога за националниот финансиски систем. Во рамките на програмата ФЕД, Министерството за финансии и FDIC влегоа во аранжмани за диверзификација на потенцијалните загуби со Bank of America и Citigroup. **Automotive Industry Financing Program (AIFP)** – Во декември 2008 г. Министерството за финансии ја лансираше AIFP со цел превенција од пропаѓање на домашната автомобилска индустрија. Преку TARP беа вбригани приближно 84 милијарди \$ во кредити и акции во домашните автомобилски компании, произведувачи на делови и компании финансиери на автомобилската индустрија (GM, Chrysler Group LLC, Ally Financial – претходно GMAC). **TARP Housing Programs** – преку

оваа програма, која тежеше приближно 50 милијарди \$ требаше да се обезбеди поддршка за зачувување на домовите на домаќинствата кои имаа потенцијал да ги отплатат хипотеките и да се поддржи пазарот на недвижности и да се намали системскиот ризик. Програмата ги вклучуваше иницијативите – Making Home Affordable, Housing Finance Agency/Hardest-Hit Fund и Federal Housing Administration Refinance Program. *Credit Market Programs* – беа дизајнирани со цел да се зголеми и олесни позајмувањето на потрошувачите и малите бизниси преку TALF кредитирање на купување хипотекарни хартии од вредност и SBA програмата со која се даваа гаранции на малите бизниси. *Public Private Investment Program (PPIP)* – Министерството за финансии заедно со ФЕД и FDIC во март 2009 г. ја лансираше програмата со цел да го откочи нарушениот пазарен циклус како резултат на останатите проблематични средства во билансите на приватните финансиски институции. PPIP беше дизајнирана да ја подобри финансиската позиција на финансиските институции, преку олеснувања на продажбата на проблематичните средства и со тоа зајакнување на билансите на овие финансиски институции.

Планот за финансиска стабилност (Financial Stability Plan)<sup>143</sup> - На 10 февруари 2009 г. беше објавен Планот за финансиска стабилност „Obama Administration’s Financial Stability Plan“, кој претставуваше нов, напреден пристап за спас на финансискиот сектор, справување со изворите на нестабилност и зголемување на кредитните текови.<sup>144</sup> Суштината на Планот за финансиска стабилност може да се претстави преку четири клучни елементи: **Прво**, поголема поддршка и проценка на банкарскиот сектор – банките кои поседуваат средства во износ поголем од 100 милијарди \$ ќе треба да поминат низ стрес-тест и потоа ќе им биде дозволено инвестирање во преферирани хартии од вредност од Министерството за финансии преку Програмата за капитална поддршка „Capital Assistance Program – CAP“.<sup>145</sup> Целта на ова претставува да се утврдат потребите за капитал на 19-те најголеми финансиски институции во земјата при влошени финансиски и економски услови, како и зајакнување на довербата на приватните инвеститори во билансите на финансиските институции и со тоа зајакнување на нивната способност за обезбедување приватен капитал. **Второ**, јавно–приватен инвестициски фонд за купување проблематична актива – Министерството за финансии заедно со Агенцијата за

<sup>143</sup> Поопширно види Financial Stability Plan Fact Sheet, 2009, достапен на:

[http://www.cgsh.com/treasury\\_announces\\_obama\\_administrations\\_financial\\_stability\\_plan/](http://www.cgsh.com/treasury_announces_obama_administrations_financial_stability_plan/).

Исто така види “Geithner Announces New Financial Stability Plan”, The Washington Post, *CQ Transcripts Wire* Tuesday, February 10, 2009; 11:44 AM. Достапно на:

<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/02/10/AR2009021001227.html>

<sup>144</sup> Некои делови од планот подоцна се вклучен во ARRA, додека дел се однесуваат на TARP.

<sup>145</sup> Помалите институции ќе добијат пристап до Програмата за капитална поддршка само после супервизорска проверка



осигурување на депозити (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) и ФЕД да креираат јавно-приватен инвестициски фонд/програма (фондот располага со средства од 500 милијарди \$, кои можат да се прошират до износ од 1 трилион \$). Централна улога на оваа програма претставува отстранувањето на проблематичните средства од билансите на финансиските институции и со тоа намалувајќи ја неизвесноста за нивната финансиска сила и подобрувајќи ја нивната способност да обезбедат капитал и да го зголемат позајмувањето. **Трето**, иницијатива за позајмување на потрошувачите и бизнисите (Consumer and business Lending Initiative) – до 1 трилион \$ (користејќи 100 милијарди \$ од Министерството за финансии) која треба да обезбеди раздвижување на кредитите. Со овој дел од планот Министерството ги зголемува средствата на претходно објавената програма од страна на ФЕД (TALF) со која треба да се одмрзне процесот на секјуритизација и да се намалат каматните стапки на автомобилските кредити, кредитните картички, студентските кредити, кредитите на малите бизниси итн. **Четврто**, постојат уште два клучни елемента на планот кои може да се сумираат во домување и иницијативи за малите бизниси. Првиот дел опфаќа намалување на каматните стапки на хипотеките и воведување процедури и планови за намалување на случаите кога сопствениците ги губат имотите. Вториот дел опфаќа иницијативи со кои ќе се зголеми кредитирањето на малите бизниси, ќе се намали цената на кредитите, донесување легислатива со која ќе се зголемат гаранциите на SBA итн. (дел од овие иницијативи се содржани во ARRA).

Законот на Дод–Френк за реформа на „Вол Стрит“ и за заштита на потрошувачите (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), донесен на 5 јануари 2010, претставува една од најзначајните реформи на финансиската регулација во САД од 1930-тите.<sup>146</sup> Главните задачи и промени што ги иницира овој закон се рефлектираат во следниве области:<sup>147</sup> Заштита на потрошувачите преку авторитет и независност – креирање нов, независен чувар, „watchdog“, лоциран во ФЕД (Consumer Financial Protection Bureau), со надлежност да им обезбеди на американските потрошувачи јасна/точна информација која им е неопходна при купувањето хипотеки, кредитни картички и други финансиски производи, како и да ги заштити од скриени цени/трошоци, нејасни услови и измамнички практики; Елиминирање на „Too Big to Fail“

---

<sup>146</sup> “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” сто и единаесетти Конгрес на САД, 5 Јануари 2010 год.: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

<sup>147</sup> Види детално за клучните реформи „Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, достапно на: [http://banking.senate.gov/public/files/070110\\_Dodd\\_Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_comprehensive\\_summary\\_Final.pdf](http://banking.senate.gov/public/files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf)

спасувањата – намалување на веројатноста/можноста трошоците за спас на финансиските институции да паднат на грбот на даночните обврзници преку: креирање безбедни процедури за ликвидирање на финансиските компании, поставување нови, построги барања за капитал и левериџ кои го праваат станувањето „too big“ неатрактивно, зголемување на овластувањата на ФЕД за обезбедување поддршка на целиот систем, но ограничување на поддршката на индивидуалните компании; воспоставување ригорозни стандарди и супервизија за да се заштити економијата, американските потрошувачи, инвеститорите и бизнисите; Напреден систем за предупредување – Креирање одбор (Financial Stability Oversight Council) кој ќе внимава/оценува системскиот ризик што произлегува од комплексните компании/продукти/активности пред да биде загрозна стабилноста на економијата; Транспарентност и одговорност за егзотичните финансиски инструменти – елиминирање на пропустите кои овозможуваат ризичните и измамнички практики да поминат незабележани и нерегулирани, вклучувајќи ги деривативите, хипотекарните хартии од вредност, хец-фондовите, брокерите на хипотеки итн.; Корпоративно управување и компензации – обезбедување акционерите да имаат подобар увид и поголеми права за одлучување за корпоративното управување и компензациите на менаџерските тимови; Заштита на инвеститорите – поставување нови, строги правила за транспарентноста и отчетноста на кредитните рејтинг-агенции со цел да се заштитат инвеститорите и бизнисите; Наметнување прописи/регулативи за финансиската документација - се зајакнува надзорот и им дава право на регулаторите агресивно да дејствуваат при секој сигнал за финансиска измама, конфликт на интереси, манипулација со системот, која е на штета на бизнисите и домаќинствата.

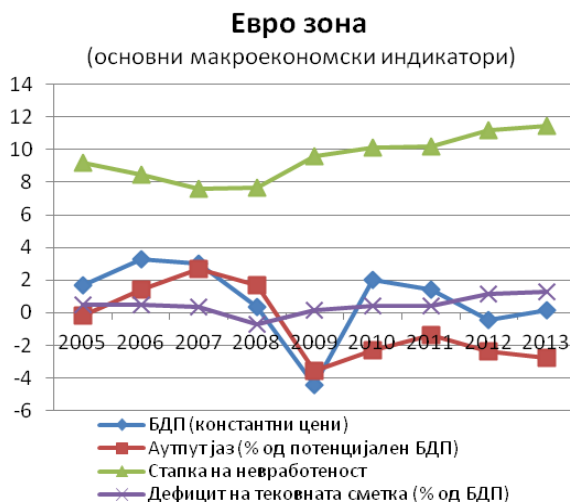
Законот на Дод-Френк и TARP, како главни носители на одговорот на САД на кризата во финансискиот сектор, ја зајакнаа и редизајнираа рамката на финансискиот сектор и инструментариумот со кој тој се одржува стабилен. Според тоа, финансискиот систем на САД продолжува да заздравува, меѓутоа останува осетлив на клучните ризици, вклучувајќи го негативниот развој на сценариото на европските финансиски пазари, намалувањето на кредитниот рејтинг на САД и зголемувањето на каматната стапка на федералниот долг. Иако скоро сите препораки и сугестии од Програмата за оценка на финансискиот сектор од ММФ (Financial Sector Assessment Program - FSAP) се исполнети, навременото и доследното спроведување на законот на Дод-Френк треба да продолжи, посебно обезбедувањето соодветен буџет за регулаторните агенции. Клучни теми остануваат реструктурирањето на важните финансиски институции, како и претпазливост од потенцијална миграција на системскиот

ризик кон помалку регулираниот финансиски сектор и меѓународно прелевање. (види поопширно IMF, 2011).

## **4.2. Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во ЕУ**

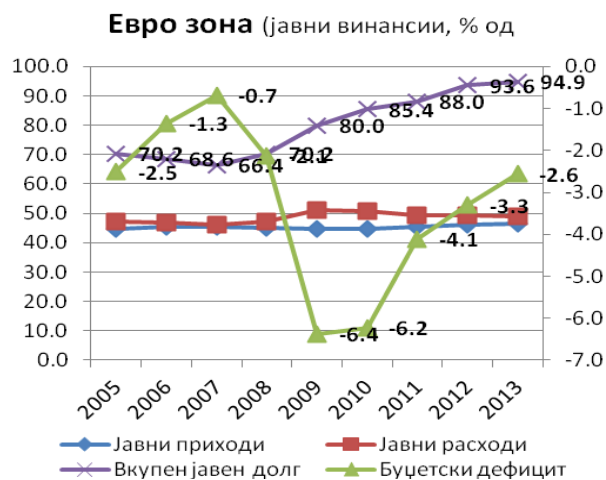
Глобалната финансиска криза од 2007/2008 г. го означи почетокот на откривањето на сите проблеми/слабости кои се кумулираа во претходниот период во еврозоната. Промените кои настанаа во периодот по 2002 г. (по формирањето на монетарната унија со заедничка валута) направија значајни промени на пазарите на пари и другите финансиски пазари: сегментираните пазари на обврзници се интегрираа во краток период, во периодот 1999-2002 г. и потоа следуваше брза конвергенција на приносите на државните обврзници, дисперзијата на каматните стапки нудени од различните банки и краткорочните каматни стапки во членките на еврозоната, исто така, се намалија. Кредитниот раст се зголеми како што исчезна премијата за девизен ризик, а конкуренцијата ги поттикнуваше финансиските иновации како што финансиските институции добиваа полесен пристап да позајмуваат од странство. Кредитниот раст предизвика експанзија на секторот градежништво и на финансиските услуги, меѓутоа додека цените на имотите остро растеа, кредитниот раст се трансформираше во зголемување на долгот. Брзиот раст во периодот пред кризата ги скриваше недостатоците во фискалниот систем кои подоцна се обелоденија со значајно влошување на состојбата на буџетскиот дефицит и јавниот долг во определени економии. Растот пред глобалната криза, исто така, предизвикуваше зголемување на увозот и тренд на зголемување на дефицитите во тековните сметки (посебно кај периферните економии – Грција, Португалија, Шпанија, Ирска, Италија). Растот на дефицитите-близнаци доминантно беше финансиран преку задолжување (очигледен пример претставува Грција), што значајно ја зголемуваше ранливоста на економиите на макроекономски шокови. Оваа состојба која карактеризираше дел од економиите во еврозоната, незабележлива како резултат на значајниот преткризен економски раст, беше подготвена и чекаше „искра“ за да го наплати својот долг (види графикон бр. 4.10 и графикон бр.4.11)

Графикон бр.4.10



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

Графикон бр. 4.11



Уникатноста на кризата што ја потресе еврозоната предизвика посебен интерес за анализа на конкретните причини кои ја доведоа ЕУ во ситуација да биде екстремно осетлива на макроекономски шокови. Подлабоките причини за должничката криза најчесто се гледаат во (види поопширно Collignon, 2012; Anand et al., 2012): монетарна без фискална Унија, варирање на продуктивноста и структурните разлики помеѓу економиите, улогата на меѓусебното позајмување и позајмувањето од странство, системот на одлучување во еврозоната. Свесни за слабостите што ја доведоа еврозоната до оваа состојба, лидерите на земјите-членки и на Европската комисија во најголем дел од своите стратешки документи и препораки јасно ги лоцираат своите препораки токму таму (види поопширно European Commission, 2012): зајакнување на методите на работа со цел преземање на одговорноста за агрегатната економска политика во еврозоната и брз одговор на променетата макроекономска околина; вистинска соработка при креирањето политики преку споделување информации и дискусија за предлог-буџетите и плановите за реформи кои можат да имаат ефекти на прелевање; зајакнување на фискалната дисциплина и фискалните институции на национално и субнационално ниво; обезбедување кохерентна агрегатна фискална позиција во рамките на Пактот за стабилност и раст кој ја респектира макроекономската ситуација во земјите-членки; преземање акции за подобрување на функционирањето на финансискиот сектор; спроведување структурни реформи. Иако се познати областите во кои е потребна реформа и подобрување (фискална консолидација и интеграција, улогата на ЕЦБ, улогата на EFSF, структурни реформи), потенцијалните решенија за излез од финансиската и должничката криза во која се наоѓа ЕУ не

се едноставни за спроведување имајќи ги предвид предностите и недостатоците што ги има повлекувањето на конкретните предлози (види поопширно Blundell-Wignall, 2012).

#### 4.2.1. Одговор на монетарната политика

Европскиот финансиски пазар, како и глобалниот финансиски пазар, во последната деценија беше подложен на промени/иновации, кои ја менуваа улогата на банките/финансиските институции, а исто така го усложнуваа и трансмисиониот механизам на монетарната политика.<sup>148</sup> Во периодот 2004-2008 г. банките во ЕУ учествуваа со приближно  $\frac{3}{4}$  во финансирањето на нефинансиските компании (додека во САД овој сегмент изнесува околу 40%), што ја покажува значајноста на банкарскиот сектор и неговата улога во трансмисијата на монетарната политика. Финансиските иновации, а посебно секјуритизацијата, предизвикаа банките да се потпираат сè повеќе на обезбедување финансии на финансиските пазари и според тоа да стануваат сè повеќе ранливи на нарушувањата на тие пазари. Обезбедувањето финансии од страна на европските банки преку колатерализирано меѓубанкарско позајмување се дуплира во периодот 2002-2007 г. и достигна вредност од 71% од БДП на еврозоната во 2007 г. (6,4 трилиони €). Трошоците за обезбедување финансии за банките како и каматните стапки на нивните производи стануваа сè повеќе осетливи на случувањата на пазарите за структурирани финансиски производи, посебно пазарите за обезбедени обврзници „covered bonds“<sup>149</sup> и пазарите за колатерализирано банкарско позајмување. Во иста насока, во минатиот период на зголемување на колатерализираното меѓубанкарско позајмување значајно се зголеми улогата и на пазарите на државните обврзници. Иако државните обврзници претставуваат традиционална алка во трансмисиониот механизам поради нивната улога во поставување на основата за вреднување на другите хартии од вредност на пазарите, тие сè почесто се користат како колатерал во меѓубанкарското позајмување, што уште повеќе ја зголемува ранливоста на банките на случувањата поврзани со овие пазари (види поопширно ECBd, 2010).

Случувањата/карактеристиките на финансиските пазари во еврозоната ни покажуваат дека глобалната криза не влијаеше на еден, туку скоро на сите канали преку кои насоките на

---

<sup>148</sup> Поопширно за трансмисиониот механизам на ЕЦБ види: ЕЦБ (2010b) и ЕЦБ (2011b), додека за стандардниот инструментариум на ЕЦБ види:

<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>

<sup>149</sup> Покриени обврзници („covered bonds“), претставуваат долгорочни обврзници издадени од банките за рефинансирање кредити од приватниот и јавниот сектор, често поврзани со трансакции со недвижности и претставуваат важен извор на финансии за банките во некои земји. Разликата на „covered bonds“ во однос на структурираните финансиски производи, кои во голем број варијанти беа издавани во САД, е тоа што тие остануваат во билансот на банката која ги издава обврзниците.

монетарната политика на ЕЦБ, односно референтните каматни стапки се пренесуваат на економијата (види поопширно ЕСВ, 2011a): Прво, глобалната криза ја наруши трансмисијата од референтните каматни стапки на ЕЦБ кон каматните стапки на пазарот на пари, кон другите пазари, и каматните стапки на банките, што дополнително беше нарушено од појавувањето на должничката криза (канал на трансмисија преку каматните стапки). Второ, банките се соочија со тешкотии околу пристапот до финансии (ликвидност и капитал), што предизвика притисок на активата од билансите на банките, зголемувајќи го ризикот од остра контракција на банкарското кредитирање (кредитен канал). Трето, цикличниот пад во комбинација со падот на цените на средствата имаше значајно влијание на билансите на финансиските институции и на кредитната способност на банкарските клиенти/позајмувачи (канал на трансмисија преку билансите на банките). Овие ефекти беа значајно влошени од должничката криза, која посебно зафати дел од земјите и имаше силно влијание на портфолијата на финансиските и нефинансиските институции, со повратен ефект на нивната кредитна активност. Последно, големите промени во перцепцијата за ризик кај финансиските посредници и инвеститорите го отежнуваше нормалниот пристап до кредити за економијата („risk-taking“ канал). Трендот на зголемено преземање ризик во периодот пред кризата, во услови на глобалната криза се промени во состојба кога финансискиот сектор не е подготвен да прифати каков било ризик. Овие нарушувања во каналите на трансмисија на монетарната политика на ЕЦБ, воедно и нарушувања на нормалното функционирање на финансиските пазари и обезбедување кредити за реалниот сектор, беа основа за детектирањето на „тесните грла“ во трансмисијата каде што треба да бидат насочени мерките на монетарната политика.

Одговорот на ЕЦБ на глобалната криза може да се разгледува од два аспекти: првиот претставува хронолошкиот аспект, каде што мерките на монетарната политика се разгледуваат во различните фази на манифестирање на кризата (види ЕСВd, 2010):<sup>150</sup> период на иницијално нарушување на финансиските пазари, период на интензивирање на кризата, привремено подобрување и период на должничка економска криза. Вториот начин на кој можеме да го елаборираме монетарниот одговор во ЕУ претставува аспектот на пазарите кон кои се насочени мерките на монетарната политика: пазарите на пари или различните пазари на хартии од вредност (обезбедени обврзници, државни обврзници, приватен долг итн.). Во продолжение, одговорот на монетарната политика во ЕУ ќе биде претставен респектирајќи по малку од двата аспекта, односно најпрвин ќе го претставиме конвенционалниот одговор (стандардните мерки

---

<sup>150</sup> Види ги мерките на ЕСВ согласно фазите на глобалната криза во Табела бр.4.1

кои се применувале во периодот пред кризата), а потоа ќе биде претставен неконвенционалниот одговор<sup>151</sup> насочен кон пазарите на пари и пазарите на хартии од вредност, притоа респектирајќи го и хронолошкиот развој на настаните (мерките на ЕСВ за справување со глобалната криза хронолошки се претставени во Табела бр. 4.1).

#### **4.2.1.1. Конвенционален одговор**

Почетокот на глобалните финансиски превирања во август 2007 г. предизвика остри тензии на глобалните меѓубанкарски пазари, вклучувајќи ја и еврозоната. Резултат на тоа беа зголемените премии за ризик на меѓубанкарските кредити со различна рочност и остро то намалување на активноста на овие пазари. Првичниот одговор на ЕЦБ беше релаксирање на монетарните услови во стандардните рамки (кои овозможуваат флексибилност во одговорот) во кои беше спроведувана монетарната политика. Со цел да се смират тензиите на меѓубанкарските пазари, да се намали неизвесноста за долгорочното планирање на ликвидноста и непречено да се обезбедуваат кредити за економијата, ЕЦБ најпрвин им овозможи на банките во еврозоната да ја повлечат потребната ликвидност „преку ноќ“ со адекватен колатерал по постојната референтна стапка на рефинансирање, а потоа спроведе дополнителни репо-трансакции со рочност од три и од шест месеци. ЕЦБ од својот инструментариум, исто така, ги искористи операциите за фино дотерување „fine-tuning operations“ со цел да се осигури дека краткорочните каматни стапки на пазарите на пари (пред сè, EONIA) се движат блиску до референтната каматна стапка. Поради тензиите што се појавија на девизните пазари и побарувачката за долари, ЕЦБ на база на своп-договор со ФЕД почна да обезбедува доларска ликвидност во замена за колатерал деноминиран во евра.

Посебно е важно тоа што ЕЦБ во иницијалниот период на глобалната (финансиската) криза се справуваше со финансиските нарушувања со широката и флексибилна оперативна рамка што ја применуваше (која вклучува голема листа на колатерали и финансиски институции кои имаат пристап до репо-операциите на ЕЦБ), без промена на постојните процедури или клучни каматни стапки, што особено беше важно за заздување на инфлаторните очекувања/притисоци<sup>152</sup> и беше силен сигнал за стабилната монетарна политика

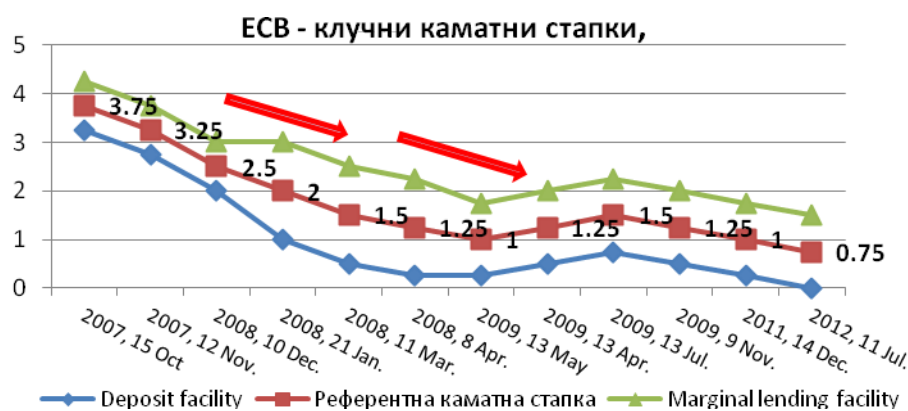
---

<sup>151</sup> Често во трудовите за одговорот на ЕСВ се корисни терминот 'нестандардни' наместо неконвенционални инструменти, затоа што за разлика од Федералните резерви, неконвенционалниот одговор на ЕСВ во голем дел се состоеше од проширување и модифицирање на постојната операциона рамка.

<sup>152</sup> Треба да имаме предвид дека кон крајот на 2007 г. и почетокот на 2008 г. на глобално ниво евидентни беа шоките предизвикани од глобален пораст на цените на храната и енергијата. Овие шокови на страната на понудата, „supply side shocks“ беа регистрирани од ЕСВ и од претпазливост да не се материјализираат

која се спроведуваше. Меѓутоа колапсот на „Леман Бродерс“ на 15 септември 2008 г. драстично ја влоши ситуацијата на глобалните финансиски пазари и ЕЦБ беше принудена да посегне по основниот конвенционален инструмент (референтната каматна стапка), што резултираше со нејзино намалување за 50 б.п. на 8 октомври 2008 г. (дел од координираното намалување на референтните стапки на ФЕД, Банката на Канада, Банката на Англија итн.) и нејзино понатамошно значајно намалување за 325 б.п. во период од само седум месеци (октомври 2008 – мај 2009), на ниво од 1%.<sup>153</sup> Покрај референтната каматна стапка, намалени беа и другите клучни каматни стапки во инструментариумот на ЕЦБ<sup>154</sup> (Deposit Facility и Lending Facility), кои го формираат коридорот на движење на каматните стапки во еврозоната. (види графикон бр. 4.12 ). Меѓутоа, и тоа не беше доволно да се намалат тензиите и нарушувањата кои беа предизвикани на финансиските пазари во еврозоната. Покрај намалувањето на клучните каматни стапки, ЕЦБ премина на применување пакет неконвенционални/нестандардни инструменти кои во доминантен дел беа модификации на постојната оперативна рамка.

Графикон бр.4.12



Извор: ECB database

#### 4.2.1.2. Неконвенционален одговор

Ограниченото функционирање на финансиските пазари, посебно пазарите на пари, „замрзнувањето“ на пазарите на хартии од вредност и значајното зголемување на премиите за ризик, постоењето ризик за намалување на понудата и пораст на цената на финансирањето на компаниите и домаќинствата, предизвика значајно нарушување на трансмисиониот механизам

ризиците за зголемување на цените на среден рок, ЕЦБ дури и (во услови на глобална финансиска криза не ја занемари својата главна цел) благо ја зголеми референтната каматна стапка за 25 б.п. на 4,25%.

<sup>153</sup> По што следуваше и нејзино понатамошно намалување на 11 јули 2012 г., до ниво од 0,75%.

<sup>154</sup> Види подетално за инструментариумот на ЕЦБ:

<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>



и на сигналите за монетарната политика на ЕЦБ. Со цел да ги задоволи финансиските потреби на финансиските институции и да ги одржи кредитните текови во европската економија, Советот на ЕЦБ во октомври 2008 г. донесе **пакет неконвенционални мерки, често нарекувани – проширена кредитна поддршка („enhanced credit support“)**. Мерките главно се однесуваа на пазарите на пари, беа фокусирани на банките во еврозоната составени од (види поопширно ECBd, 2010; ECBb, 2010; ECBa, 2011):

*Тендер со износи за сите репо-трансакции, кога ЕЦБ ја фиксира референтната каматна стапка и обезбедува неограничена ликвидност за сите квалификувани финансиски институции од еврозоната по фиксираната каматна стапка* (наспроти конвенционалните тендери на репо-трансакции кога се аукцира со каматни стапки). Оваа мерка беше дизајнирана за да се задоволат краткорочните потреби на банките за ликвидност, со цел да се обезбеди непрестајно обезбедување на домаќинствата и компаниите со кредити по прифатливи трошоци (каматни стапки). Големата побарувачка за ликвидност на овие тендери на износи со фиксирана каматна стапка, посебно на репо-операциите со подолга рочност во тој период имаше значајно влијание на намалувањето на краткорочните каматни стапки на пазарите на пари (во определен период EONIA се движеше под нивото на референтната каматна стапка), како и соодветно намалување на номиналните приноси на каматните стапки на финансиски инструменти со подолга рочност. Ниските нивоа на номинални и реални каматни стапки обезбедуваа стабилизирање на финансиските пазари и имаа големо значење во запирањето/намалувањето на ефектите од прелевањето на кризата од финансискиот во реалниот сектор.

ЕЦБ објави дека ќе спроведува дополнителни долгорочни репо-операции со рочност до 6 месеци, додека од мај 2009 г. објави дека тие операции ќе бидат спроведувани со рочност од една година. Ова требаше да ја подобри банкарската ликвидност, понатаму да ги намали маргините на пазарите на пари и да ги одржува на ниско ниво терминските каматни стапки на пазарите на пари. Зголемената рочност требаше да им овозможи на банките да ја ублажат неусогласеноста помеѓу нивната актива и пасива. Ова беше од голема важност за голем број финансиски институции во еврозоната за кои ЕЦБ играше улога на посредник во услови кога пазарите за алоцирање ликвидност не функционираа. Ова се потврдува со огромните побарувани износи на ликвидност од ЕЦБ, како и со бројот на финансиски институции што учествуваа во репо-операциите на ЕЦБ (нивниот број се зголеми од просечно 360 пред кризата на 800 во екот на кризата). Како резултат на ова, активноста на пазарите на пари значајно се намали, додека билансот на ЕЦБ значајно се зголеми во октомври 2008 г. и понатаму се зголеми

уште повеќе во јуни 2009 г., со почетокот на првата едногодишна долгорочна репо-операција (побарувачката за неа изнесуваше дури 442 милијарди €). Релаксирањето на монетарната политика преку модифицирањето на оперативната рамка на ЕЦБ и големата побарувачка во спроведуваните репо-операции придонесе за зголемување на ликвидноста што ја држеа банките во еврозоната. Банките не ја пласираа зголемената ликвидност на меѓубанкарскиот пазар, туку ја депонираа во ЕЦБ (Deposit Facility), водејќи кон конвергирање на EONIA (Euro OverNight Index Average) и каматната стапка на ECB Deposit Facility.

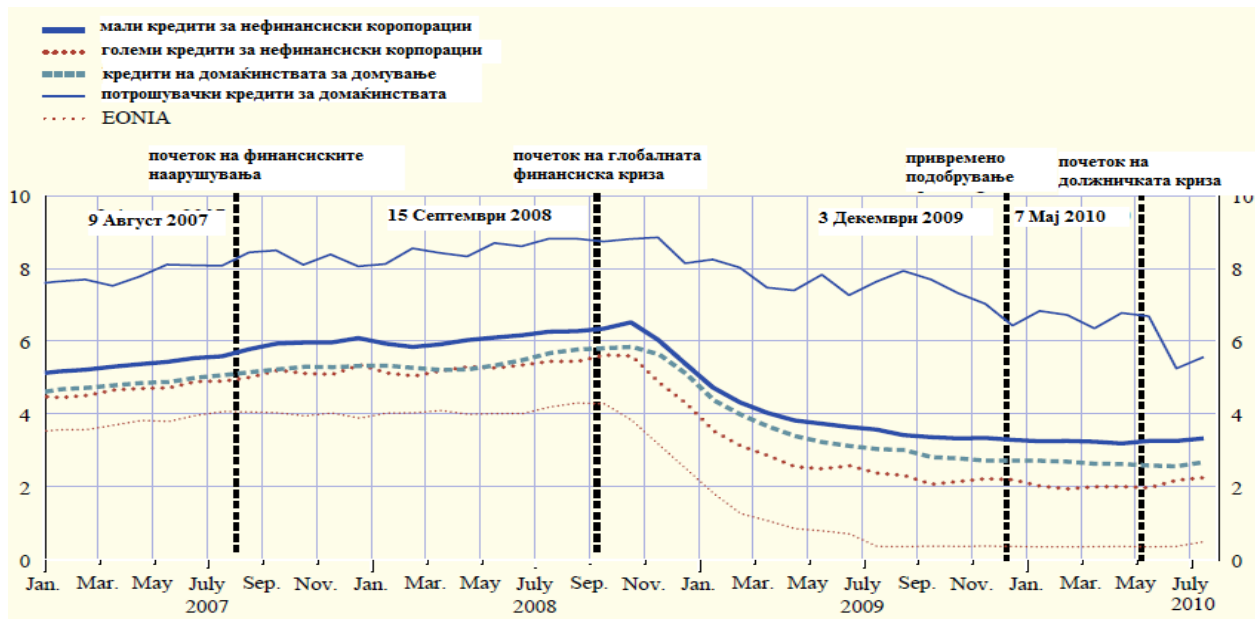
*Листата на средствата/хартиите од вредност кои беа прифаќани како колатерал за репо-операциите беше проширена со цел понатамошно олеснување на пристапот на финансиските институции до операциите на ЕЦБ и со тоа - намалување на ограничувањата на активата во банкарските биланси. Во исто време беше проширена и листата на квалификувани финансиски институции кои можат да учествуваат во „fine tuning“ операциите на ЕЦБ. Проширеното портфолио на средства кои беа прифаќани како колатерал во репо-операциите им овозможуваше на банките на користат поголем дел од своите средства со цел да добијат ликвидност од ЕЦБ. Иако ЕЦБ прифаќаше приватни хартии од вредност како колатерал пред кризата, во услови на криза листата на овие хартии од вредност беше понатаму проширена, што е посебно важно, бидејќи поради финансиските нарушувања приватните репо-трансакции стануваат посебно осетливи на ликвидноста на колатералот. Ова им овозможуваше на банките, користејќи ги своите хартии од вредност со намалена ликвидност (во периодот на криза), да ја обезбедат потребната ликвидност преку операциите на централната банка во услови на ненадејно остро намалување на меѓубанкарското позајмување. Ова беше особено важно за колатерализираните хартии од вредност „asset-backed securities“, за кои пазарот по пропаѓањето на „Леман Бродерс“ беше „замрзнат“, што го покажува и нивниот значаен раст како колатерал во репо-операциите на ЕЦБ до 2008 г., кога делот на државните обврзници бележеше пад (за повторно благо да се зголеми во 2009/2010 г.).*

Како дополнување на споменатите мерки за обезбедување ликвидност во евра, *ЕЦБ исто така спроведе операции за обезбедување ликвидност во странска валута во замена за прифатлив колатерал, како и свопови, со цел поддршка на меѓународно активните банки кои се соочуваа со значајни недостатоци на странска валута - пред сè, на САД-долари како резултат на случувањата во средината на септември 2008 г.*

Врз основа на целта на неконвенционалните мерки за овозможување нормална трансмисија на монетарната политика на ЕЦБ преку клучните каматни стапки, движењето на

цената и обемот на кредитирање од страна на банките, можеме да добиеме индикации за ефективноста на овие мерки. Каматните стапки на кредитите за домаќинствата и компаниите се намалија со кратко задоцнување (паралелно со намалувањето на EONIA), обемот на кредитирањето во услови на криза скромно се намали,<sup>155</sup> додека претходните параметри се однесуваа во согласност со законитостите на трансмисиониот механизам од пред кризата, што покажува дека неконвенционалните мерки успешно ја постигнале нивната цел (види графикон бр.4.13)<sup>156</sup>.

**Графикон бр. 4.13** – Каматната стапка на пазарот на пари и краткорочните активни каматни стапки на банките



Извор: ECB and Reuters

Природата на глобалната криза и преткризниот развој на финансиската архитектура во еврозоната и на глобално ниво создадоа состојба во која значаен дел на трансмисиониот механизам на монетарната политика и постигнувањето на нејзината цел е високо зависно од случувањата на пазарите на хартии од вредност. Покрај глобалните трендови на финансиските пазари, и должничката криза, која почна да се материјализира во почетокот на 2010 г., имаше своја улога во дополнителниот пакет неконвенционални мерки. Како резултат на тоа, како *дополнување на мерките што ги презема ЕЦБ во насока на пазарите на пари, беа дополнети со директно интервенирање на ЕЦБ на некои пазари на хартии од вредност*<sup>157</sup>:

<sup>155</sup> Види Monthly Bulletin, ECB (2011b).

<sup>156</sup> Поопширно за ефикасноста на неконвенционалните мерки на ЕЦБ и пристапи за нејзино мерење види ЕЦБ (2011a)

<sup>157</sup> Детално за спроведените операции на ЕЦБ на пазарите на хартии од вредност види:

<http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios>

Програмата за купување обезбедени обврзници (*Covered Bonds Purchase Program - CBPP*), објавена на 7 мај 2009 г., имаше цел да ги олесни кредитните услови и да ја подобри ликвидноста во овој важен пазарен сегмент, имајќи предвид дека издавањето обезбедени обврзници претставува еден од најважните извори на финансирање на банките во еврозоната. Во периодот од 2 јули 2009 г. до 30 јуни 2010 г. ЕЦБ купи евро-деноминирани обезбедени обврзници во износ од 60 милијарди €<sup>158</sup>. Во ноември 2011 г. ЕЦБ ја лансираше CBPP2 во износ од 40 милијарди € (кои требаше да се реализираат до октомври 2012 г.) со цел да се обезбеди финансирање на кредитните институции и на компаниите и да се охрабрат кредитните институции да го одржат/прошират кредитирањето на своите клиенти.<sup>159</sup> Спроведувањето на овие програми придонесе за ревитализирање на пазарот на обезбедени обврзници и намалување на распоните на овие пазари (посебно во периодот пред објавувањето и на денот на објавувањето на програмата). Само до 30 јуни 2010, кога CBPP1 беше завршена (во износ од 60 милијарди €) беа купени 422 различни обврзници, од кои 27% на примарниот пазар, а 73% на секундарниот пазар. Ова придонесе за значајно зголемување на бројот на издавачи и издавање големи количества обезбедени обврзници (*jumbo covered bond issuance*) во еврозоната и според тоа, проширување/продлабочување на пазарите за овие хартии од вредност.<sup>160</sup>

Во 2009 г. финансиските пазари во еврозоната почнаа да покажуваат знаци на стабилизирање, распоните на пазарите на пари значајно се намалија, пазарите на хартии од вредност се ревитализираа, каматните стапки во банкарскиот сектор се движеа во согласност со пазарните каматни стапки и со политиката на ЕЦБ, притисоците врз финансирањето на кредитните институции и обезбедувањето кредити за економијата беа значајно ублажени, што сигнализираше дека неконвенционалните мерки беа ефективни и дека ЕЦБ може да повлече некои од нив. Поконкретно, во декември 2009 г., ЕЦБ одлучи дека едногодишните LTRO во тој месец ќе бидат последни, додека во март 2010 г. ќе се прекинат и шестмесечните LTRO (долгорочни репо-операции), а исто така најави и прекин на тримесечните LTRO. Во март 2010 г. ЕЦБ одлучи да се врати на стандардните тендери со варијабилна каматна стапка кај

<sup>158</sup> Види одлука на ЕСВ/2009/16, од 2 јули 2009 год. Достапна на: [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_17520090704en00180019.pdf?c5438029d49a774926bd76f224c85265](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704en00180019.pdf?c5438029d49a774926bd76f224c85265), како и ЕСВ соопштението за јавноста, „Purchase programme for covered bonds“, 4 јуни 2009:

[http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html)

<sup>159</sup> Види одлука на ЕСВ/2011/17, од 17 ноември 2011 г. Достапна на: [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_29720111116en00700071.pdf?da497291c77ed268313e952f96dd64d5](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116en00700071.pdf?da497291c77ed268313e952f96dd64d5), како и ЕСВ соопштение за јавноста, ЕСВ announces details of its new covered bond purchase programme (CBPP2), 3 ноември 2011 г. Достапно на: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html)

<sup>160</sup> ЕСВ главно купуваше обезбедени обврзници со рочност од 3 до 7 години и планира да ги држи до доспевањето.

тримесечните LTRO, а во координација со другите централни банки одлучи да го прекине обезбедувањето ликвидност во странска валута (другите елементи од кредитната поддршка на ЕЦБ останаа да важат). Меѓутоа во почетокот на 2010 г. почнаа повторно да се појавуваат некои тензии на определени сегменти од финансиските пазари, посебно на пазарите за државните обврзници на земјите во еврозоната (Шпанија, Португалија, Грција, Италија и Ирска). Распонот помеѓу десетгодишните обврзници на некои земји од еврозоната во споредба со германските државни обврзници почна значајно да се зголемува (види Графикон бр. 4.14). Како резултат на овие случувања, имајќи ја предвид улогата што ја имаат државните обврзници во еврозоната (како основа за валоризација на другите хартии од вредност, истите се значаен дел од колатералот при меѓубанкарското позајмување и значајно средство во финансирањето на дефицитите во земјите-членки), значајно се намалија/пресушија активностите на некои секундарни пазари. Распоните на овие пазари продолжија да се зголемуваат и достигнаа рекордни нивоа во почетокот на мај 2010, што беше причина европските влади на 9-10 мај да го објават широкиот пакет мерки (вклучувајќи го European Financial Stability Facility -EFSF) и повторно да најават враќање на дел од повлечените неконвенционални мерки на монетарната политика. Оттука, на 10 мај 2010 г., ЕЦБ го објави лансирањето нова компонента – дел од неконвенционалниот инструментариум – Securities Markets Programme (види поопширно ECBd, 2010).

**Графикон бр. 4.14** – Распоните на десетгодишните државни обврзници на одбрани економији од еврозоната во однос на германската државна обврзница (базични поени –б.п.)



Извор: ECB Monthly Bulletin, October 2010/Bloomberg

Securities Markets Programme (SMP)<sup>161</sup> беше уште еден елемент од инструментариумот на ЕЦБ за справување со глобалната криза, покрај намалувањето на референтните каматни стапки и модифицирањето на стандардната оперативна рамка со спроведување неконвенционални мерки. Во рамките на оваа програма, интервенциите на ЕЦБ се насочени кон пазарите на државни и приватни обврзници<sup>162</sup> во еврозоната со цел да се обезбеди ликвидност и продлабочување на овие нефункционални пазарни сегменти и да се обнови правилното функционирање на монетарниот трансмисионен механизам<sup>163</sup>. Оценката на ефективноста на SMP е комплицирана, имајќи предвид дека степенот на нормализирање на трансмисиониот процес преку пазарите на обврзници не може лесно да се оцени преку еден или повеќе индикатори. Доколку како сигнал за ефективност на програмата го земеме намалувањето на распонот помеѓу десетгодишните државни обврзници во еврозоната и германската државна обврзница, тогаш SMP имала позитивни ефекти, имајќи го предвид значајното намалување на овие распони по самото објавување на програмата. Намалувањето на распонот на пазарот на државни обврзници не може да се припише само на SMP, затоа што во тој период дел од земјите-членки на еврозоната се обврзаа за забрзана фискална консолидација, беше воспоставен EFSF итн. Меѓутоа не може да се оспори големото значење на оваа програма за ограничување на ширењето на „заразата“ од земјите директно погодени од должничката криза кон другите земји, што значајно би го нарушило трансмисиониот механизам на монетарната политика во еврозоната (види ЕСВа, 2011).

Неконвенционалниот одговор на монетарната политика на ЕЦБ (кој беше подетално елабориран во овој дел од дисертацијата) на глобалната економска криза и должничката криза во еврозоната по хронолошки редослед е прикажан во Табела бр. 4.1.

---

<sup>161</sup> Види детално „Establishing a securities markets programme“, ECB decision од 14 Мај 2010. Достапно на: [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_dec\\_2010\\_5\\_f\\_sign.pdf?2bc74b57c463228e51d4d4c98479808f](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_dec_2010_5_f_sign.pdf?2bc74b57c463228e51d4d4c98479808f)

<sup>162</sup> Согласно Treaty on the Functioning of the European Union, купувањето државни обврзници од страна на ЕСВ е строго лимитирано на секундарните пазари.

<sup>163</sup> Со цел да се стерилизира ефектот од овие интервенции, ќе бидат спроведувани специфични операции за апсорбирање на ликвидноста инјектирана преку SMP.

Табела бр. 4.1 Мерките на ЕЦБ за справување со глобалната криза (август 2007 – јуни 2011)

Фаза	Почеток на финасиската криза				Интензивирање на кризата								привремено подобрување				Должничка криза																			
	2007				2008								2009				2010						2011													
	Година	Месец	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5
Тендер со износи (фиксна к.с.):																																				
- главни операции на рефинансирање																																				
- LTROs																																				
Специјални операции за одржување резерви																																				
дополнителни LTROs																																				
6 месечни LTROs																																				
12 месечни LTROs																																				
Операции за обезбедување ликвидност во САД \$																																				
Операции за обезбедување ликвидност во швајцарски франци																																				
Програма за купување покрпени обврзници (covered bonds)																																				
Програма за интервенции/купување на пазарот на обврзници (Securities Market Programme)																																				

Извор: ECB Monthly Bulletin, July, 2011 (кафеаво-црвените цртички покажуваат дека операциите се реализирани во наведениот месец, додека сините покажуваат дека во тој период немало нови операции, меѓутоа реализираните операции/мерките од претходно остануваат на сила)

Неконвенционалните мерки на ЕЦБ главно беа спроведувани преку проширување на постојната оперативна рамка – продолжување на рочноста, проширување на листата на адекватен колатерал и купување релативни ограничени износи хартии од вредност, што овозможуваше високо ниво на флексибилност во идните одлуки на ЕЦБ. Специфичниот карактер на монетарната политика на ЕЦБ се огледа и во големината на билансот на ЕЦБ, кој е значајно помал од билансите на ФЕД и Банката на Англија. Посебно е важно да се напомене дека иако ликвидносната поддршка на ЕЦБ имаше значајно влијание на намалувањето на нарушувањата на финансиските пазари, таа не може да биде замена за мерките што треба да бидат преземени од националните влади и регулаторни тела во насока на: обезбедување на солвентноста и одржливоста на банките /финансиските институции, како и зголемување на отпорноста на билансите во сите сектори, вклучувајќи ги домаќинствата, финансиските/нефинансиските корпорации и државата (види поопширно ЕСВа, 2011).

#### 4.2.2. Одговор на фискалната политика

Глобалната финансиска криза, заедно со кумулираните проблеми во еврозоната (кои претходно беа елаборирани), предизвика значајни последици на нормалното функционирање на европските економии, што беше причина за една од најголемите фискални интервенции која беше од пресудно значење за зачувување на монетарната унија. Европските Г-8 земји во Париз

на 4 октомври 2008 г. заеднички се обврзаа да ги преземат сите потребни мерки за зачувување на стабилноста на банкарскиот и финансискиот систем, што понатаму беше дополнето со принципите од Европскиот акционен план одобрени од Европскиот совет на 15-16 октомври 2008 г. Заострувањето на економската криза во европските земји беше причина голем број земји да почнат да применуваат значајни фискални мерки за намалување на ефектите и за стимулирање на економските активности. Заедничка рамка која претставуваше водич за националните фискални политики во насока на справување со глобалната рецесија претставуваше Европскиот план за економско закрепнување (European Economic Recovery Plan – EERP) кој Европската комисија го лансираше на 26 ноември 2008 г., а Европскиот совет го одобри на 11-12 декември 2008 г. Во продолжение во овој дел од дисертацијата ќе бидат елаборирани клучните елементи на европските фискални политики во справување со финансиската криза и политиките за поддржувањето на реалната економија и справувањето со економската криза.

#### ***4.2.2.1. Одговор на економската криза***

Рамката која го претставуваше клучниот одговор на ЕУ на глобалната криза и претставуваше водич за спроведување на националните фискални политики беше креирана на 26 ноември 2008 г. со лансирањето на Европскиот план за економско закрепнување (EERP). EERP е базиран на два клучни столба и еден основен принцип.<sup>164</sup> Првиот столб претставува огромно вбризување куповна моќ во економијата со цел да се зголеми побарувачката и да се стимулира довербата (од страна на ЕУ и земјите-членки итен буџетски стимул од 200 милијарди € или 1,5% од БДП); вториот столб е базиран на потребата од директни краткорочни акции со цел да се зајакне европската конкурентност на долг рок (програми за директни акции во „smart investment“ односно инвестирање во вистинските вештини за идните потреби: енергетска ефикасност, зелени технологии, инфраструктура и промовирање на ефикасноста и иновацијата). EERP предлага контрацикличен макроекономски одговор на кризата во форма на амбициозен пакет акции за поддршка на реалната економија. Планот е креиран почитувајќи ги рамките на Пактот за стабилност и раст (Stability and Growth Pact) и Лисабонската стратегија за

---

<sup>164</sup> Види “A European Economic Recovery Plan” European Commission, COM(2008)800, Brussels, 26.11.2008. Достапно на [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13504\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf)



раст и креирање работни места (Lisbon Strategy for Growth and Jobs). EERP се состои од (види European Commission, 2008):

- Итен буџетски стимул во износ од 200 милијарди € (1,5% од ЕУ БДП), составен од буџетска експанзија од земјите-членки во износ од 170 милијарди € (1,2% од ЕУ БДП) и финансирање од страна на ЕУ за итни мерки и акции во износ од 30 милијарди € (0,3% од ЕУ БДП);
- Голем број приоритетни акции во согласност со Лисабонската стратегија, дизајнирани во исто време со цел да ги адаптираат европските економии на долгорочните предизвици, како и продолжување на спроведувањето структурни реформи со цел да се зголеми потенцијалниот раст.

Имајќи предвид дека европските економии се високо интегрирани, дека се работи за еден пазар и дека преземените фискални политики можат да имаат значајни ефекти на прелевање, дизајнирањето на овој План опфаќа неколку сфери кои го сочинуваат неговиот суштински дел – поддршка на реалната економија и зголемување на довербата:<sup>165</sup> монетарни и кредитни услови; фискалната/буџетската политика (централен дел) и Лисабонската стратегија.

Во делот за монетарни и кредитни аспекти, EERP ја потенцира важноста од стабилен финансиски систем, експанзивната политика на ЕЦБ, препорака за користење на финансиската поддршка обезбедена за банкарскиот сектор во насока на охрабрување/враќање на нормалните кредитни активности и текови и намалување на каматните стапки. Тука спаѓа и пакетот за зголемување на интервенциите (во форма на кредити, акции, гаранции, финансии за диверзификација на ризикот) на Европската инвестициона банка (European Investment Bank - EIB) во износ од 15 милијарди € во следните две години. Иста така, во согласност со EERP, се очекува од Европската банка за обнова и развој (European Bank for Reconstruction and Development – EBRD) да го зголемува своето сегашно финансирање на новите земји членки за 500 милиони годишно€.

Поддршката на реалната економија и зголемувањето на довербата во доминантен дел зависи од фискалната политика/стимул (координираниот фискален стимул од земјите-членки изнесува 170 милијарди € или 1,2% од ЕУ БДП) со цел брзо позитивно влијание на европската економија и вработеност, како дополнување на влијанието од автоматските стабилизатори. Според Европската комисија, фискалната политика/фискалниот стимул мора да биде

---

<sup>165</sup> Види детално за конкретните износи и дефинирање на секоја предлог-мерка: “A European Economic Recovery Plan” European Commission, COM(2008)800, Brussels, 26.11.2008. Достапно на [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13504\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf)

дизајниран и базиран на следните принципи: 1) националните фискални пакети треба да бидат навремено донесени/спроведени, привремени, добро таргетирани и координирани; 2) фискалниот стимуланс треба да претставува мешавина од инструменти на страната на расходите и на страната на приходите: јавни расходи, гаранции, субвенционирање на кредити, финансиски иницијативи, намалување на даноците итн.; 3) треба да бидат спроведувани во согласност со Пактот за стабилност и раст (земајќи ја предвид неговата ревизија од 2005 г.) кој овозможува подобро да бидат земени предвид цикличните услови, иницијалните фискални позиции на земјите-членки, притоа зајакнувајќи ја среднорочната и долгорочната фискална дисциплина; 4) треба да бидат спроведувани структурни реформи со кои ќе се поддржи побарувачката и ќе се промовира економската отпорност и флексибилност, како што се: поддршка на куповната моќ преку подобро функционирање на пазарите, акции за подобрување на конкурентноста, поддржување на вработеноста и олеснување на транзицијата на пазарите на труд, намалување на регулаторниот и административниот товар на бизнисите итн.

EERP како главен одговор на глобалната економска криза од страна на ЕУ претставува интересна област за анализа за ефикасноста и доследноста во спроведувањето на предложените мерки од страна на Европската комисија. Досегашните анализи за спроведување на EERP покажуваат дека реализацијата е позитивна и во рамките на поставените цели и принципи.<sup>166</sup> Најдиректен одговор за спроведувањето на EERP можеме да добиеме од анализата на структурата на EERP Data Base (види поопширно Fischer and Justo, 2010)<sup>167</sup>. EERP Data Base се однесува на реформите и мерките кои можат да помогнат во процесот на економско закрепнување на краток рок, т.е. во текот на 2009 и 2010 г., преземени како одговор на кризата. Базата на податоци вклучува информации за реформи и мерки кои се релевантни за: одржување на агрегатната побарувачка, одржување на вработеноста, решавањето проблеми поврзани со конкурентноста и заштита на доходите на ранливите групи во тој период. Мерките за спас на финансискиот сектор не се вклучени во базата, додека вклучени се мерките за фискална консолидација што ги преземале економиите (не постои строга поделба помеѓу мерките од краткорочна и долгорочна природа).

---

<sup>166</sup> Види детално: Progress Report on the implementation of the European Economic Recovery Plan of June 2009 and ditto, декември 2009, достапно на: [http://ec.europa.eu/financial-crisis/documentation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/financial-crisis/documentation/index_en.htm)

<sup>167</sup> Детален преглед на мерките од базата на податоци види European Commission (2009a)

Табела бр. 4.2

	Тип на политика				
	1 Поддршка за индустрискиот сектор, бизнисите и компаниите	2 Поддржување на доброто функционирање на пазарите на труд	3 Поддршка на инвестициската активност	4 Поддршка на куповната моќ на домаќинствата	5 Буџетска консолидација
BE	16	25	11	14	15
DE	23	12	13	16	2
IE	7	4	9	10	30
EL	13	13	7	12	18
ES	50	16	20	17	7
FR	23	15	12	18	1
IT	43	29	20	27	21
CY	12	16	9	11	0
LU	8	3	7	8	0
MT	13	5	17	11	13
NL	18	8	32	3	1
AT	28	15	16	16	0
PT	16	8	7	11	0
SL	11	7	12	2	2
SK	10	10	7	8	4
FI	4	14	6	7	5
вкупно	295	200	205	191	119
(% од вкупно)	29	20	20	19	12

Извор: Fischer and Justo, 2010

Мерките кои се анализирани во EERP Data Base се поделени во неколку типови политики: мерки/реформи за поддршка на индустриските сектори, бизнисите и компаниите, мерки/реформи за поддршка на доброто функционирање на пазарите на труд, мерки/реформи за поддршка на инвестициската активност, мерки/реформи за поддршка на куповната моќ на домаќинствата и мерки за фискална консолидација (види детално Табела бр.4.2). Една мерка/реформа може да има придонес за повеќе цели на политиките, па според тоа, 764 мерки во еврозоната се забележани 1.010 пати во различните типови политики. Доколку EERP Data Base ја изразиме во буџетски големини, ќе утврдиме дека од вкупниот износ од 3% од БДП на мерките за поддршка во 2009/2010 г. (види Табела бр.4.3 во анексот), 0,9% од БДП биле упатени кон поддршка на домаќинствата, додека средствата за поддршка на пазарите на труд се значително помали и изнесуваат 0,4% од БДП; мерките за поддршка на бизнисите и

производителите изнесуваат 0,9% од БДП, додека инвестициите изнесуваат 0,7% од БДП.<sup>168</sup> На база на EERP Data Base, големината на дискрециониот пакет изнесува 1,5% од БДП во 2009 и 2010 г. Треба да се има предвид дека некои земји-членки презеле мерки на консолидација или ја лимитирале својата фискална експанзија, па ако го погледнеме нето-износот на EERP, ќе се утврди дека тој изнесува 2% наместо 3% од БДП. Овие податоци, грубо заокружено, покажуваат дека само една четвртина од нарушувањето на буџетската позиција (помеѓу 2008 и 2010 г.) може потенцијално да се објасни со EERP, додека останатите три четвртини се резултат на циклични, структурни и други фактори (види Табела бр.4.3 во анексот). Големината на фискалните пакети преземани како одговор на кризата од членките на еврозоната ја потврдува и Европската комисија во своите анализи според кои: директниот одговор на кризата изнесува 2% од БДП од кој 1,1% во 2009 г. и 0,8% во 2010 г. (види поопширно European Commission, 2009c).

Анализата на целокупниот фискален стимул (сметајќи го нарушувањето на фискалната позиција/зголемување на дефицитот како позитивен импулс)<sup>169</sup> покажува дека тој изнесува околу 4,4% од БДП во 2009 г., околу 0,5 во 2010 г., по што почнува да се намалува. Земајќи го предвид овој двогодишен период (кога фискалниот импулс беше најсилен), ефектот на автоматските стабилизатори изнесува 2,4% додека остатокот претставува релаксирање на фискалната политика (детално за структурата на фискалните пакети по земји види Табела бр. 4.4 во анексот). Оваа фискална состојба е резултат на влијанието на преземените фискални пакети, значаен пад на јавните приходи, раст на структурните расходи, дополнети со ниските трендови на раст на економијата. Анализата на структурата на фискалните пакети во еврозоната покажува дека нивниот вкупен износ претставувал 1,8% од БДП во периодот 2009-2010 г., од кој 1% од БДП е како резултат на мерките на страната на јавните приходи, додека 0,8% како резултат на јавните расходи. Анализата на посебните категории мерки за поддршка на економијата покажува дека најголем дел зафаќале мерките насочени кон домаќинствата во износ од 50% (или 0,9% од БДП) од износот на фискалните пакети, по што следуваат јавните

---

<sup>168</sup> Соодветно на EERP Data Base во едноставно анализа на бројот на имплементирани мерки би изнесувало (Табела бр.4.2): 29% за поддршка на бизнисите, 20% поддршка за пазарите на труд, 20% за инвестициони активности и 19% за поддршка на домаќинствата

<sup>169</sup> Земајќи ги предвид буџетските биланси, кои користени за оваа намена се соочуваат со проблеми при дефинирањето и со арбитрарност затоа што покрај мерките кои се преземани во рамките на EERP и за справување со кризата, не можат да се издвојат од мерките за кои државите се одлучиле пред EERP, или мерките кои би биле преземени независно од кризата.

инвестиции во износ од 28% (една третина), мерките насочени кон бизнисите во износ од 17% и мерките на пазарите на труд во износ од 5%<sup>170</sup> (види поопширно ЕСВ, 2010с).

На крај ќе се осврнеме накратко на националната димензија на фискалните политики во услови на криза во еврозоната. Големината на дискреционите пакети (вклучувајќи го EERP) во екот на кризата 2009 -2010 год., значајно се разликуваат помеѓу националните економии (види поопширно Fischer and Justo, 2010; ЕСВ, 2010с). Ова е делумно резултат на длабочината на кризата во секоја посебна економија, како и потребата од дополнителна стабилизација и стимулација, над влијанието од автоматските стабилизатори. Меѓутоа, главен аргумент за ова претставува просторот за маневар помеѓу економиите како резултат на нивоата на дефицит, долг и надворешните дебаланси во услови на глобалната криза – наједноставно кажано, некои економии имаа повеќе фискален простор од други (види табела 3.5а, 4.3, 4.4 во анексот). Дискреционите пакети беа поголеми од просекот во Германија, Финска, Луксембург кои ги карактеризира силна фискална позиција и ограничени надворешни дебаланси. Земјите со ограничен простор за фискален маневар, како што се Грција, Италија, Ирска се воздржуваа од експанзивна дискрециона фискална политика и се забележуваат знаци на фискална консолидација. Скромни фискални пакети спровеле и Португалија, Словенија и Словачка, додека кај останатите економии имаме измешани движења. Посебно интересен е случајот на Шпанија како претставник на земјите кај кои и покрај тоа што фискалниот простор е ограничен, преземаат изразито силни фискални стимулации во услови на криза (Шпанија беше еден од лидерите според големината на фискалниот стимул во 2009 г., меѓутоа веќе во 2010 г. се забележува зголемување на консолидационите мерки).

#### ***4.2.2.2. Интервенции во финансискиот сектор – одговор на финансиската криза***

Почетокот на глобалното финансиско нарушување во средината на 2007 г. на почетокот имаше ограничени ефекти на финансиските институции во Европа. Најмногу беа засегнати финансиските институции кои беа директно зависни од глобалната достапност до финансии, кои имаа инвестиции во структурирани финансиски производи или значајни вонбилансни структури (пр., ИКВ, WestLB AG, Bayern LB во Германија; Northern Rock во В. Британија итн.). Меѓутоа, пропаѓањето на „Леман Брадерс“ беше причина за интензивирање на кризата на

---

<sup>170</sup> Овие износи во голема мера се согласуваат со анализата на композицијата на мерките за справување со глобалната криза, анализирани погоре според EERP Data Base.

глобалните финансиски пазари и следствено на тоа, причина за проблеми со ликвидноста и солвентноста кај голем број европски финансиски институции. Како одговор на кризата, европските Г-8 го одржаа самитот во Париз на 4 октомври 2008 г. на кој земјите-членки заеднички се обврзаа да ги преземат сите потребни мерки за зачувување на стабилноста на банкарскиот и финансискиот систем. Сличен заклучок и план за акција донесоа и ЕУ-27 на 6 октомври 2008 г. На состанокот на Советот на ECONFIN (The Economic and Financial Affairs Council) одржан на 7 октомври, министрите за финансии на земјите-членки се согласија за заеднички принципи (мерките да бидат временски ограничени, координирани, да се почитуваат интересите на даночните обврзници итн.) во обновувањето на довербата, соодветното функционирање на финансиските пазари, зголемувањето на шемите за гаранција на депозитите (најмалку 50.000 €). Следејќи ги принципите од претходните состаноци, како и Европскиот акционен план<sup>171</sup> (European Action Plan) од 12 октомври 2008 г, членките на еврозоната донесоа национални мерки/планови за поддршка на финансиските сектори како предуслов за економски раст и поголема вработеност (види ЕСВс, 2010).

Иницијално, интервенциите за поддршка на финансискиот сектор беа насочени на страната на обврските во билансите на финансиските институции и се состоеја од: *владини (државни) гаранции за меѓубанкарското позајмување и издавање нов долг* од страна на банките; *рекапитализација на финансиските институции* кои се соочуваат со проблеми преку капитални инјекции и национализација како крајна мерка и *зголемување на покриеноста/лимитите на националните шемии за осигурување на депозити*. Додека во почетокот на 2009 г. владината поддршка за банкарскиот сектор почна да ја таргетира активата од билансите на банките со цел да обезбеди *ослободување на финансиските институции од проблематичните средства/актива*.

Со цел да се почитуваат принципите и правилата на ЕУ претходно дефинирани во однос на дизајнирањето државна поддршка на финансискиот сектор, Европската комисија (и ЕЦБ) креираше упатства/правила како да се дизајнираат овие мерки:<sup>172</sup> *Владините (државни)*

---

<sup>171</sup> Декларацијата од Самитот достапна на: [http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10\\_2008/PFUE-12.10.2008/sommet\\_pays\\_zone\\_euro\\_declaration\\_plan\\_action\\_concertee.html](http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10_2008/PFUE-12.10.2008/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html)

<sup>172</sup> Види комуникации на Европската комисија: Banking Communication, OJ C 270, 25 October 2008; Recapitalisation Communication, OJ C 10, 15 January 2009; и OJ C 195, 19 August 2009.

Исто така, ЕСВ креираше упатства за проценка на гаранциите и мерките за рекапитализација. Види препораки на ЕСВ за владини гаранции на банкарските долгови:

[http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_guaranteesen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guaranteesen.pdf) ;

препораки на ЕСВ за проценување на рекапитализациите:

[http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_pricing\\_for\\_recapitalisationsen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf) .

гаранции за издавање нов долг од страна на банките и рекапитализација на финансиските институции треба да избегнуваат дискриминација на финансиските институции; финансиските институции кои ја користат државната поддршка да не привлекуваат капитал и бизниси само како резултат на тоа; шемите на гаранции и државна поддршка да бидат следени со значаен придонес од корисниците на поддршката и добивање соодветни права; поддршката што ја обезбедуваат да биде таргетирана, временски ограничена и да бидат минимизирани ефектите на прелевање врз конкуренцијата и другите земји-членки итн. Иако земјите ги креираа своите политики во согласност со рамката дефинирана во Европскиот акционен план, упатствата од Европската комисија и ЕЦБ, сепак одделните земји применуваа специфични модалитети на мерки и акции (види поопширно Petrovic and Tutsch, 2009). Некои земји од самиот почеток на финансиската криза применуваа национални шеми кои опфаќаа државни гаранции и мерки за рекапитализација (Германија, Австрија, Грција, Шпанија, Франција и Холандија), додека други не објавуваа генерални шеми, туку донесуваа ад-хок мерки/интервенции за поддршка на финансискиот сектор (пр., Белгија, Холандија, Луксембург, Ирска и др.). Покрај спомнатите мерки, некои влади креираа уникатни шеми кои содржеа шеми за купување средства/хартии од вредност, преземање/отпишување долгови, своп-аранжмани (пр., Шпанија, Холандија и Италија) и осигурување/заштита на сите депозити кај домашните и странските банки (Ирска). Некои земји-членки воведоа финансиски поттици во своите мерки за нивно побрзо напуштање за обезбедување кредити на економијата итн.<sup>173</sup>

Во продолжение, накратко ќе бидат елаборирани мерките што европските влади ги користеле за спас и стабилизирање на финансискиот сектор (види детално табела бр. 4.5 во анексот) (види поопширно ЕСВа, 2010).

- *Шеми на осигурување на депозити* – ова е меѓу првите мерки кои се користени помеѓу европските економии со цел да се ублажи ударот од глобалните финансиски нарушувања по падот на „Леман Бродерс“. Пред глобалната криза минималниот пропишан лимит за осигурување на депозити изнесувал 20.000 € и опционен дел на коосигурување каде што депозитарот покрива 10% од настанатите загуби. Бидејќи оваа гаранција на депозитите се покажа како недоволна, таа на состанокот на ECONFIN беше зголемена на минимален износ

---

<sup>173</sup> Со цел владината поддршка да биде рационална и да не се одолговлекува непотребно, Европската комисија бараше од секоја земја да прави ревизија на својата шема на секои шест месеци и беше дозволено нејзино дизајнирање доколку се јави потреба (како резултат на промена на макроекономските околности).

од 50.000 € со можност понатаму да се зголеми до 100.000 €, пред крајот на 2010 г.<sup>174</sup>. Ова беше резултат на банкарската паника која му се случи на Northern Rock, реакцијата на ирските власти за давање гаранција за сите банкарски обврски, како и намалување на довербата на депозитарите и инвеститорите во глобалните финансиски пазари и институции. Според тоа, најголем број од земјите од ЕУ ги зголемија лимитите за гаранција на депозитите, а некои дури воведоа и „blanket guarantee“ (пр. Германија за депозитите на граѓаните).

- *Гаранции за издавање банкарски долг/обврзници* – овие програми им овозможуваа на банките да издадат обврзници за кои беа дадени гаранции од владата. Иако неколку држави се обврзаа/објавија шеми за гаранција за издавање обврзници од финансиските институции, многу малку банки се пријавија за нивно искористување (на пр., во Италија ниедна банка не се пријави за нивно искористување). Ова може да биде објаснето со: високите цени и трошоци што ги наметнува користењето на овие гаранции (трошоците за долгорочниот гарантиран долг наспроти краткорочните извори за финансирање, цената на гаранциите која ја зема предвид ризичноста на финансиската институција плус определена маргина, високите ликвидносни премии за гарантираниот банкарски долг наспроти државните обврзници итн.); високиот степен на конкуренција помеѓу финансиските и нефинансиските институции на пазарот на корпоративни обврзници; стигматизирање од страна на пазарите; условите кои одат заедно со гаранциите (рестрикции во однос на надоместите итн.); тековниот процес на намалување на леверицот од банките и намалената побарувачка за кредити. Меѓутоа, и во овој случај, значаен дел од мобилизираните средства од страна на банките на пазарите на обврзници отпаѓа на гарантираниот банкарски долг (посебно во првиот квартал од 2009 г.). Намалувањето на зависноста на финансиските институции од овие гаранции значајно се зголемува од јуни 2009 г., кога обезбедувањето на оваа ликвидност е заменето со програмите за обезбедување краткорочна ликвидност и купувањата на обезбедени обврзници од ЕЦБ, како и олеснување на достапноста на финансии на пазарот на негарантирани обврзници (резултат на подобрените очекувања за кредитните ризици со кои се соочуваат банките). Што се однесува до рокот на доспевање, тој значајно се разликува помеѓу земјите (распонот се

---

<sup>174</sup> Договор од 7 октомври 2008 г. на состанок на ES министрите за финансии (ECOFIN) [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofi n/103250.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofi n/103250.pdf)



движи од 16 месеци во Грција до 45 месеци во Холандија), меѓутоа неговата средна големина изнесува околу три години.<sup>175</sup>

- *Рекапитализација на финансиските институции (капитални инјекции)* – влошувањето на функциите на финансиската инфраструктура, намалувањето на кредитните рејтинзи, загубите во кредитните портфолија на банките и зголемувањето на нивната ризично пондерирана актива, придонесоа за создавање значаен притисок на капиталните позиции на банките. Капиталните инјекции беа одговор на владите во земјите-членки кога почнуваше да станува јасно дека ликвидноста не е единствен проблем со кој се соочуваат финансиските институции, туку постои извесен ризик и за нивната солвентност. Капиталните инјекции најчесто беа спроведувани преку аквизиција на преференцијални акции<sup>176</sup> или други хибридни инструменти што ги задоволуваат барањата за основниот капитал (Tier I). Капиталните инјекции беа значајно пониски во еврозоната<sup>177</sup> и изнесуваа 1,3% од БДП во јуни 2009 г., кога го достигнаа врвот, во споредба со 2,6% од БДП во САД.

- *Ослободување на финансиските институции од проблематичните средства/актива* – во почетокот на 2009 г. владината поддршка почна да се фокусира на страната на активата на банкарските биланси што беше мотивирано од постојната несигурност во однос на вредноста на средствата и ризикот дека новите отпишувања/значајни падови на цените на средствата ќе ги стават во опасност билансите на финансиските институции и ќе ја срушат довербата во банкарскиот сектор. Шемите за ослободување од проблематичната актива вклучуваат: 1) шеми на отстранување на средствата, кои имаат за цел да ги отстранат загрозените средства од билансите на финансиските институции преку нивно директно купување или нивно трансферирање до компании за менаџирање со средства „bad banks“; 2) шеми на осигурување на средства кои ги задржуваат средствата во билансите на банките, меѓутоа ги осигуруваат од ризиците со кои се соочуваат. Шемите за ослободување од проблематичната актива се регулирани од упатствата издадени од ЕЦБ и Европската комисија.<sup>178</sup> Овие шеми имаат за

<sup>175</sup> Во ЕУ максималниот рок на доспевање на гарантираниот долг беше иницијално лимитиран на три години, меѓутоа истиот постепено беше зголемуван како што доспеваше иницијалниот износ на гарантиран долг (ретки се случаите кога на издавање на гарантиран дол со рок на доспевање од три до пет години).

<sup>176</sup> Поради нивните карактеристики да имаа предност при исплатата на дивиденди и во услови на ликвидација, додека притоа немаат право на глас и ја оставаат банкарската сопственост во приватни раце.

<sup>177</sup> Во еврозоната, В. Британија имаше најголема инјекција на капитал во финансискиот сектор која достигна 5,1% од БДП.

<sup>178</sup> Види ЕЦБ: Guiding Principles for Bank Support Schemes:

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemesen.pdf> ;

European Commission Communication on the Treatment of Impaired Assets in the Community

Banking Sector: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/legislation/impaired\\_assets.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/impaired_assets.pdf) .

цел: одржување на финансиската стабилност, обновување на кредитната активност за приватниот сектор, како и лимитирање на моралниот hazard; одржување на состојбата и функционирањето на поединечните пазари; намалување на влијанието на мерките за поддршка на ризичната актива врз јавните финансии. Како резултат на различните карактеристики на ризичната актива (концентрација во финансискиот сектор, структурата на средствата и можноста за проценка на ризикот што го носат итн.), шемите што ги користат различните земји најчесто се хибридни и се комбинација од двата типа што претходно ги спомнавме. Така, во април 2009 г. Ирска ја креираше NAMA (National Asset Management Agency), класифицирана како ентитет за специјална намена надвор од државните сметки, која требаше да купува ризични заеми со дисконт, за кои банките добиваа државни обврзници или гарантирани хартии од вредност. Во јуни 2009 г. Шпанија го креираше FROB (Fund for Ordered Bank Restructuring), кој имаше за цел реструктурирање на банките (замена на менаџери, креирање планови за реструктурирање, финансиска поддршка итн.) чијашто финансиска стабилност се соочуваше со ризици. Во јули 2009 г. Германија ја креираше шемата за ослободување од ризичната актива (German assets relief scheme) која требаше да разменува структурирани хартии од вредност и обврски засновани на колатерализиран долг за обврзници поддржани/гарантирани од државата, со плаќање надомест од страна на банките за дадените гаранции. Во Британија, властите понудија гаранции за активата на трите најголеми банки во зависност од стрес-тестот што го спроведе Financial Services Authority (на пр., В. Британија влезе во договор за поделба на ризикот со Royal Bank of Scotland при потенцијален ризик од 14% од БДП).

Посебно важна област за анализа претставуваат импликациите од владината поддршка на финансискиот сектор за фискалната политика. Покрај директното влијание што го имаат овие мерки на фискалниот дефицит и јавниот долг, потребна е и проценка на пошироките фискални импликации и ризици што ги предизвикува преземањето на овие операции. Имајќи го предвид начинот на кој статистички се евидентираат владините интервенции, влијанието врз фискалните дефицити на европските економии е скромно во однос на влијанието на зголемување на јавниот долг на определени економии. Како резултат на овие интервенции, голем број европски влади презедоа фискален ризик, кој може да ја загрози фискалната солвентност на среден и долг рок. Главните извори на фискален ризик произлегуваат од: можноста за појавување потреба од

---

Исто така: European Commission Communication on Impaired Assets, OJ C 72, 26 March 2009

проширување и зголемување на капиталните инјекции, гаранциите и други интервенции врз финансискиот сектор, коишто значајно можат да влијаат на зголемување на билансите на државите; големите количества проблематични средства/актива што ги поседуваат државите како резултат на интервенциите во финансискиот сектор се високо чувствителни на промената на цените и се придружени со ризици за потенцијални загуби; индиректен ефект претставува и промената на перцепцијата на инвеститорите за кредитната способност на економиите што може да влијае на пораст на цената и намалување на достапноста на долгорочно финансирање итн. (види поопширно ECB, 2010).

### **4.3. Последиците од Глобалната економска криза, трансмисијата и одговорот на економските политики во земјите во развој и транзиционите економии – генерална рамка**

Пред да поминеме на детална анализа на последиците, на трансмисијата и одговорот на економската политика во Македонија, ќе направиме краток осврт на генералната рамка/позиција во која се најдоа земјите во развој (потенцирајќи ја трансмисијата на кризата во транзиционите економии) во услови на Глобалната економска криза. Генералните заклучоци за овие групи земји е комплексно да се утврдат имајќи предвид дека се работи за хетерогена група земји, со посебни економски специфики, како во периодот пред кризата, така и во периодот на нивното справување со кризата. Меѓутоа, ова е есенцијално за да може да се согледа генералната рамка во којашто се наоѓа и Македонија, која е дел од групата на земји во развој и дел од потесната група на земји во транзиција и за да може подобро да се разберат нејзините економски движења/одговори.

Главен заклучок што може да се изведе од анализата на земјите во развој претставува дека: земјите кои ги подобриле фундаментите на политиките и ја намалиле својата осетливост/ранливост и пропусти во периодот пред кризата имале позитивни искуства и бенефити во сите фази од глобалната криза – ефектите и последиците, одговорот на политиките и економското здравување. Во продолжение накратко ќе ги презентираме аргументите во поддршка на оваа порака<sup>179</sup> (види пошироко IMF, 2010i):

---

<sup>179</sup> Ова епириско (економетриско, со користење бројни регрсии со гласно расположливите податоци) истражување на ММФ го вклучува најширокиот опфат на земји во развој на глобално ниво – вкупно 57 земји. Други трудови кои го анализираат влијанието на земјите во развој и на транзиционите економии, види Ghosh и др. (2009) и Berglöf и др. (2009).

- Земјите кои пред кризата биле изложени на повеќе ризици, кои имале значајна трговска и финансиска поврзаност со глобалната економија, биле повеќе погодени од кризата:

- ✓ трансмисија на кризата во финансискиот сектор: пазарите на хартии од вредност во земјите во развој кои спаѓаат во групата земји со ниска и средна изложеност на ризици (чувствителност на промени) имале пад од 15% споредено со нивото од август 2007 г., додека падот на земјите во групата со висока изложеност на ризици и во развиените економии бил околу 30%. Меѓутоа во втората фаза од кризата, по паниката што ја предизвика пропаѓањето на „Леман Бродерс“, сите земји во развој имаат приближно сличен пад на финансиските пазари. Закрепувањето на финансиските пазари по смирувањето на паниката го следи трендот од трансмисијата во првата фаза – земјите со помала изложеност на ризици во периодот пред август 2007 г. побргу се враќаат на преткризното ниво, додека во другите земји пазарите остануваат депрецирани.
- ✓ Трансмисија на кризата во реалниот сектор: во третиот квартал од 2008 г. најголем дел од земјите во развој од групата високо и средно ранливи (изложени на ризици) имале силна контракција на производството, додека земјите во развој во групата на ниско ранливи, дури и во најлошиот период од кризата (квартал 1 во 2009 г.) не почувствувале значаен пад на економската активност. Истиот заклучок се изведува и од анализата на големината на падот на економската активност – земјите со средна и ниска осетливост и изложеност на ризик имаат помал пад во споредба во земјите со висока изложеност на ризик и развиените економии.

- Високо ранливите земји во развој (чувствителни на глобални промени во економската и финансиската сфера) искусиле помал иницијален пад на економската активност во денешната глобална криза споредено со претходните кризи. Ова се објаснува со големиот и координиран глобален одговор на кризата, обезбедената ликвидност/финансии од меѓународните финансиски институции, отсуството на банкарски и валутни кризи во земјите во развој (што беше честа карактеристика во претходните кризи) и подобрување на индикаторите за изложеност на ризици во финансискиот и корпоративниот сектор<sup>180</sup>.

- Анализата покажала дека земјите во развој кои биле најмалку изложени на ризик имале контракција на производството за 6,5% помала од земјите во развој кои биле високо ранливи во периодот пред кризата. Нивото на резерви со кои располагале земјите во развој пред кризата

---

<sup>180</sup> Широка листа на потенцијални детерминанти со кои се објаснува влијанието на глобалната криза на економската активност во земјите во развој види Berkmen и др. (2009) и IMF (2010i).

има позитивно влијание на намалувањето на производството, кое со текот на времето се намалува. Анализата ја покажува и огромната важност на трговските врски на земјите во развој – земјите во развој искусиле дополнителен пад на економската активност од 1,5% за секој процентен поен пад на домашната побарувачка во развиените земји нивни трговски партнери.

- Кредитните бумови/експанзии пред глобалната криза, кои во голем број случаи биле финансирани од странство, генерално завршувале со кредитен колапс и колапс на производството – посебно во земјите чиј кредитен бум бил финансиран од меѓународни извори. Споредено со претходните кризи, кредитните колапси во земјите во развој во денешната глобална криза предизвикале помалку штета. Со поголемата изложеност на надворешни ризици се објаснува и зголемувањето на распоните на државните хартии од вредност – земјите со висока изложеност во март 2007 г. искусиле зголемување на распоните за 220 б.п. поголемо од земјите со ниска изложеност.

- Фискална политика: големината на фискалната експанзија помеѓу земјите во развој главно зависи од расположливиот фискален простор во периодот кога почнала глобалната криза; анализата на примерокот на земјите покажува дека големината на фискалното олеснување во земјите во развој во 2009 г. (кога кризата удрила најжестоко) зависи доминантно од примарните биланси и од нивоата на јавен долг во земјите пред кризата, иако постојат и докази дека во некои земји постои негова зависност од падот на економската активност (сепак постојат разлики помеѓу земјите); фискалниот одговор на глобалната економска криза е поголем во споредба со предвидувањата што биле направени за него.

- Монетарна политика: одговорот на монетарната политика значајно варира помеѓу земјите во развој рефлектирајќи ги разликите во режимите на девизен курс, трошоците за надворешно финансирање и нивото на референтните каматни стапки пред кризата; мерењето на просечното намалување на референтните стапки во земјите во развој покажува дека тие обезбедиле слично ниво на монетарен стимул како и развиените земји (земјите во развој од западната хемисфера обезбедиле значајно поголем монетарен стимул споредено со земјите од Средниот Исток); земјите со покредибилна монетарна рамка, која се рефлектира во ниската стапка на инфлација, обезбедиле поголем монетарен стимул (60% од намалувањето на референтните стапки во земјите во развој во периодот август 2008 – октомври 2009 г., што се објаснува со референтните стапки, нивото на инфлација пред кризата и движењето на инфлацијата во текот на кризата); земјите со режим на фиксен девизен курс и оние кои пазарите ги перципираат како поризични биле ограничени во нивната можност за намалување на референтните стапки; земјите кои имале

повеќе простор за намалување на референтните стапки, иста така, дозволиле поголема депрецијација на нивниот девизен курс.

- Економско здравување: здравувањето во најголемиот број земји во развој беше на пат кон крајот на 2009 г. (здравувањето беше позначајно во земјите од Азија во споредба со Европа во развој); земјите кои имаа подобри макроекономски фундаменти пред кризата и оние кои креираа поголем фискален стимул (кои имаа зголемено јавно трошење во периодот) здравуваа побргу; анализата на здравувањето во индустриските сектори покажа дека тоа е доминантно зависно од растот на главните трговски партнери (странската ефективна побарувачка), фискалните стимули во периодот и флексибилниот девизен курс.

Што по финансиската и економската стабилизација – земјите во развој кои влегоа во глобалната криза со бројни слабости и потенцијални ризици, остануваат уште повеќе ослабени по смирувањето на кризата. Тие треба да преземаат политики за одржлива консолидација, имајќи предвид дека нивниот потенцијален економски раст е намален, додека нивните ризици поврзани со фискалната одржливост се зголемени. Земјите во развој кои влегоа во кризата со силни макроекономски фундаменти, исто така, се соочуваат со дилеми и проблеми: доколку ги зголемат каматните стапки како одговор на здравувањето на производството и инфлацијата во период кога развиените земји водат експанзивни монетарни политики, можат да се соочат со ризикот од големи капитални приливи. Доколку не ги затегнат политиките, се соочуваат со ризици од прегревање и поттикнување на создавање меури на финансиските пазари.

Меѓутоа од исклучителна важност за последиците, трансмисијата и одговорот на глобалната криза од земјите во развој претставуваат – економските фундаменти, глобалните врски и силната рамка за креирање политики (вклучувајќи ги и резервите кои помогнаа во ублажувањето на ефектите од кризата). Земјите кај кои овие позиции беа помалку ранливи и поцврсти влегоа подоцна во речисија, имаа значајно помал пад на економската активност, имаа поголем простор за водење експанзивна фискална и монетарна политика и нивното економско здравување по кризата дојде порано и се одвиваше со забрзано темпо.

Имајќи предвид дека дел од последната глава во дисертацијата ќе се однесува на анализата на последиците и трансмисијата на глобалната криза во Македонија, од исклучителна важност е во продолжение да посветиме мал простор и на земјите во транзиција, поточно да одговориме на прашањето - Што ги направи овие земји толку ранливи на глобалната финансиска и економска

криза?<sup>181</sup>. Генерално, ефектите и главниот удар од глобалната економска криза за транзиционите економии беа во иста насока со ефектите што таа ги имаше и за земјите во развој и помалку развиените економии<sup>182</sup>: ненадејно запирање на капиталните приливи/текови како резултат на глобалниот глад за капитал и аверзијата кон ризик и колапсот на извозната побарувачка како резултат на глобалната рецесија. Главните последици и канали на трансмисија се разликуваат од земја до земја, меѓутоа доминантно посочуваните во услови на денешната глобална криза се следниве (види пошироко Nuti, 2009; Connolly, 2009):

- Нарушувањата во билансот со странство (надворешните дебаланси) – најголемиот дел од транзиционите економии во Европа колективно и континуирано имаат дефицити во тековните сметки (со исклучок на големите извозници на сировини Азербејџан, Казахстан и Русија), од кои значаен дел имаат дефицити и над 10% од БДП (Бугарија, Грузија, Литванија, Романија итн.), што природно во најголем дел од случаите води кон зголемување на надворешното задолжување.
- Условите на размената (terms of trade) – Мал дел од транзиционите економии беа во состојба во периодот пред кризата да акумулираат значајни девизни резерви, кои по средината на 2008 г. и колапсот на цените на нафтата, памукот, металите итн. беа значајно исцрпени за поддршка на преценетите девизни курсеви и за спас на финансиските институции и продуктивните претпријатија. На пример, девизните резерви на Русија се намалија од 476 милијарди \$ во 2007 г. на 427 милијарди \$ во 2008 г. и на дури 383 милијарди \$ во април 2009 г.
- Намалување на приливите на СДИ и портфолио-инвестиции – во услови на глобална криза во која аверзијата кон ризик на инвеститорите значајно се зголемува, а гладот за капитал и ликвидност се зголемува, евидентен е падот на приливите на капитал (СДИ и портфолио-инвестиции) на глобално ниво. Меѓутоа овие движења имаа силно влијание на земјите во транзиција кои во изминатиот период се обидуваа да привлечат значајни износи на странски капитал како резултат на приватизациите по поволни цени, високите каматни стапки и приноси и лоцирање на големи производувачки капацитети како резултат на евтината работна сила. Намалувањето/запирањето на капиталните приливи, како и зголемувањето на одливите на истите предизвика колапс на кредитните пазари во голем

<sup>181</sup> Голем дел од земјите во транзиција веќе го завршија процесот на транзиција во пазарни економии или веќе имаат направено значаен напредок во овој процес (дел од нив веќе се интегрирани во светската економија, посебно Европа). Види детални податоци за напредокот и интеграцијата на земјите во транзиција: <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro>

<sup>182</sup> Види поопширно последици, одговор на економските политики кај Аkyüz (2009),

број земји, како и значајни проблеми во земјите со значајни дефицити во тековните сметки кои во периодот пред кризата имаа голема кредитна експанзија.

- Значајно повлекување на финансиски средства од странските банки – по санацијата на банкарските системи во голем број земји во транзиција тие во доминантен дел беа продадени на реномирани странски банкарски имиња од кои се очекуваше да обезбедат капитал, знаење, девизни средства и позајмување во крајна инстанца. Меѓутоа глобалната криза најдиректно ги погоди токму големите финансиски институции кои беа значајни играчи на меѓународните пазари на капитал и значајно влијаеше на нивната ликвидност, на пристапот до средства на финансиските пазари и деловни стратегии – што индиректно се одрази и на банките во нивна сопственост лоцирани во транзиционите економии.

- Намалување на странската ефективна побарувачка – ова е еден од најзначајните трансмисиони канали на глобалната криза. Падот на глобалниот БДП од околу 2% и глобалната трговија за 13% во 2009 г. претставува најголем глобален пад по Втората светска војна. Транзиционите економии кои се карактеризираат со голема трговска отвореност и зависност (посебно од развиените економии), доминантно извозници на суровини и материјали, чишто цени значајно се намалија во услови на глобално економско забавување, беа значајно погодени преку овој канал на трансмисија на кризата, кој и денес, иако со намалена сила, сè уште има доминантно влијание.

- Хипотекарни меури на домашните пазари – иако хипотекарната криза во САД немаше директно влијание на земјите во транзиција, периодот на кредитна експанзија пред кризата придонесе за значајно зголемување на домашните кредити деноминирани во странска валута за купување домови, во бизнис-секторот и државниот сектор. Сите овие кредити почнаа да стануваат проблематични како што домашните валути почнуваа да депрецираат како резултат на глобалните случувања (пр., во 2007 г. во осум земји - Украина, Романија, Бугарија, Литванија, Унгарија, Грузија, Естонија и Летонија) долгот деноминиран во странска валута на нефинансискиот сектор надминуваше 50% од вкупниот долг на нефинансискиот сектор.

Одговорот од клучните макроекономски политики во земјите во транзиција беше во доминантен дел во согласност со рамката којашто беше применета во земјите во развој (елаборирана погоре).



Дизајнирање на  
клучните  
макроекономски  
политики во  
Македонија во  
услови на  
Глобалната  
економска криза

глава

V

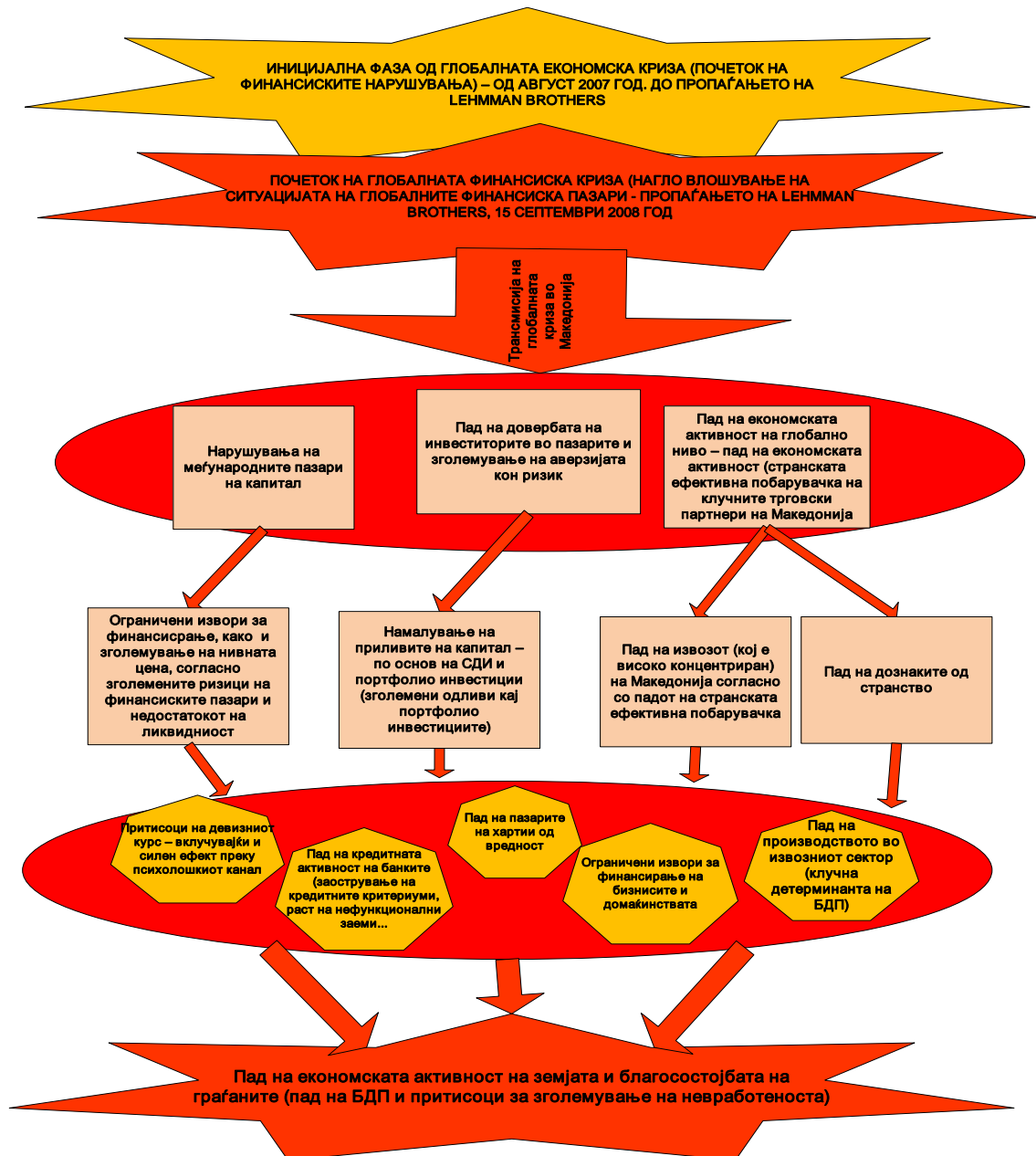
## Глава V

# Дизајнирање на клучните макроекономски политики во Македонија во услови на Глобалната економска криза

### 5.1. Трансмисиониот механизам и последиците од Глобалната економска криза врз македонската економија

Специфичните канали на трансмисија на Глобалната економска криза во македонската економија доминантно се детерминирани од спецификите и карактеристиките на македонската економија – трговска интегрираност, финансиска интегрираност и влијанието на глобалните трендови на очекувањата/довербата на економските субјекти. Македонија, како мала и отворена економија, не може да остварува солидни стапки на раст и да функционира успешно изолирана од нејзиното окружување (трговските партнери, странските инвеститори, меѓународните пазари на капитал итн.). Значајната нето-трговска размена од околу 115% од БДП, високата евроизација (девизните депозити во М4 се скоро 45%, тешко предвидливата побарувачка за пари и значајната увозна зависност на македонскиот извозен сектор се главни причини за стратегијата на де факто фиксен девизен курс што ја спроведува НБРМ во Македонија, која претставува уште една детерминанта во трансмисиониот механизам. Според тоа, дефицитот на тековната сметка (значењето на извозот), СДИ и портфолио-инвестициите, пристапот до меѓународните пазари на капитал, движењето на цените на светските пазари - ова се значајни детерминанти кои во услови на де факто фиксен девизен курс, ја детерминираат стабилноста на македонската економија и реакцијата на економската политика. Во продолжение накратко ќе упатиме на главните трансмисиони канали/трансмисионата шема на кризата, која подоцна ќе биде подетално анализирана (види слика бр. 5.1). Главните канали на трансмисија кои се детерминирани од спецификите на македонската економија во прв ред се падот на глобалната активност (посебно падот на економската активност на нашите клучни трговски партнери); нарушувањето на меѓународните пазари на капитал и падот на довербата на инвеститорите во пазарите и нивната аверзија кон ризик. Овие главни трансмисиони канали во периодот по пропаѓањето на „Леман Брадерс“ во македонската економија предизвикаа пад на извозот

согласно падот на странската ефективна побарувачка, ограничување на изворите за финансирање, како и пораст на нивната цена, намалување на приливите на СДИ, портфолио-инвестиции и намалување на приватните трансфери (како доминантна ставка во покривањето на дефицитот во тековната сметка). Ова понатаму влијаеше на падот на производството во извозните сектори (моторите на БДП растот), падот на кредитната активност и со тоа дојде до ограничување/поскапување на изворите за финансирање на домаќинствата и бизнисите, до пад на активноста на пазарите за хартии од вредност, притисоци на девизниот курс итн.



Слика бр. 5.1 – Трансмисија на Глобалната економска криза во македонската економија (креирана од авторот)

Македонија во периодот пред кризата бележеше тренд на зголемување на стапките на раст на БДП, ниски стапки на инфлација, одржување ниски/балансиран буџетски дефицити, тренд на намалување на јавниот долг, благо закрепнување на извозниот сектор и скромно намалување на стапките на невработеност (види табела бр. 5.1).<sup>183</sup> Позициите на главните макроекономски индикатори ги претставуваат од една страна амортизерите (или канали на трансмисија) на македонската економија од ефектите од глобалната криза, а од друга, тие се главни детерминанти на клучните макроекономски политики кои беа преземани во периодот кога ефектите од кризата беа најзначајни и потоа.

Табела бр. 5.1- Главни макроекономски индикатори за Македонија<sup>184</sup>

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>БДП (% константни цени)</b>	4,5	-4,5	0,9	2,8	4,6	4,4	5,0	6,2	5,0	-0,9	2,9	3,1	1,0
<b>Инфлација (крај на период, %)</b>	5,8	4,0	0,8	2,7	-2,2	1,6	3,1	6,7	4,1	-1,6	3,0	2,8	2,0
<b>Извоз на стоки и услуги (промена во %)</b>	20,4	-15,6	-5,1	-5,9	13,1	11,0	8,3	12,0	-7,0	-15,7	24,2	10,5	5,0
<b>Невработеност (% од вкупно)</b>	31,7	30,5	31,9	36,7	37,2	37,3	36,0	34,9	33,8	32,2	32,1	31,4	31,9
<b>Јавни расходи (% од БДП)</b>	33,7	40,3	40,5	37,4	35,2	34,0	32,5	31,6	33,4	33,2	32,0	31,2	31,3
<b>Буџетски дефицит (% од БДП)</b>	2,5	-6,3	-5,6	-0,1	0,4	0,2	-0,5	0,6	-0,9	-2,7	-2,4	-2,5	-2,5
<b>Вкупен јавен долг (% од БДП)</b>	47,9	48,8	42,9	37,9	35,6	39,5	32,0	24,0	20,6	23,8	24,2	27,7	30,9
<b>Дефицит во тековната сметка (% од БДП)</b>	-1,9	-7,2	-9,5	-4,0	-8,1	-2,5	-0,4	-7,1	-12,8	-6,8	-2,1	-2,7	-4,0

Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012 (проценките почнуваат од 2011 год.)

Почетокот на глобалната економска криза (која започна како финансиска) во август 2007 г., која предизвика значајни ефекти на глобално ниво (детално беа разработени во втората глава од дисертацијата) на почетокот (I фаза – до пропаѓањето на „Леман Бродерс“ и во периодот

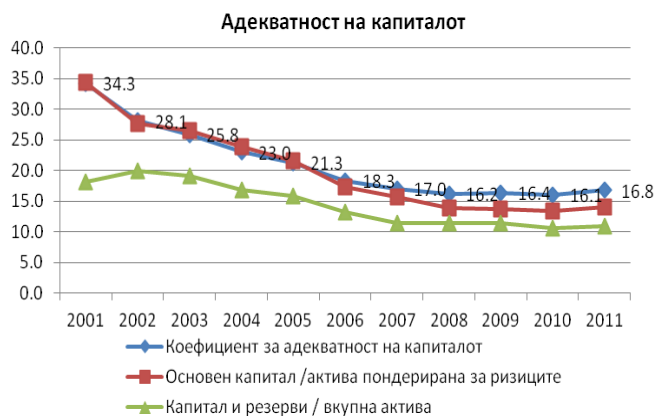
<sup>183</sup> Нашиот фокус во овој дел од дисертацијата е насочен кон ефектите и трансмисијата на глобалната криза во македонската економија и во интерес на фокусот на дисертацијата и просторот со кој располагаме, периодот пред кризата нема детално да биде елабориран, а исто ќе се обидеме да упатиме на генералните трендови на движење на доминантните макроекономски индикатори, без да навлегуваме детално во нивните промени по години.

<sup>184</sup> Податоци за главните макроекономски индикатори за развиените земји, земјите во развој, еврозоната и земјите од Централна и Источна Европа, со цел нивна компарација со главните индикатори на Р. Македонија – види во анексот, Табела бр. 5.2

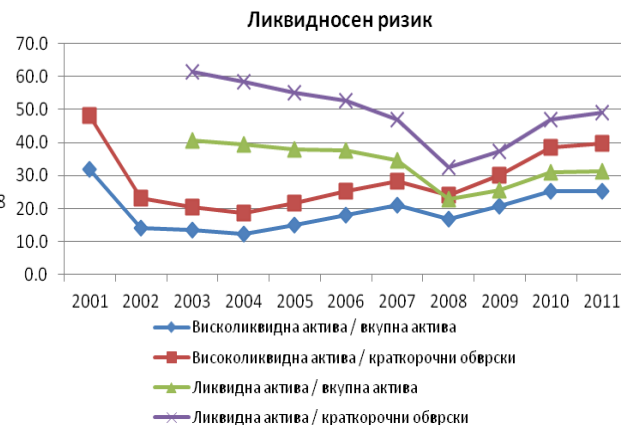
потоа) немаше забележливи ефекти на македонскиот реален/финансиски сектор имајќи го предвид конзервативниот модел на банкарско работење практикуван пред кризата<sup>185</sup>:

- Немаше изложеност кон ризични инструменти, што би предизвикало верижна реакција на скромниот пазар на хартии од вредност во Македонија.
- Силна депозитна база и мала зависност во финансирањето од нерезиденти (сооднос помеѓу кредити и депозити под 100%). Иако банкарскиот сектор е во доминантна сопственост на странски финансиски институции, значајно ниското учество на позајмувањето на македонските банки од странските банки-мајки го заштити македонскиот финансиски сектор од првите притисоци за намалување на левериџот во финансискиот сектор на глобално ниво.
- Значајно висока капитализираност на банкарскиот сектор (види графикон бр.5.1).
- Адекватна ликвидност на банкарскиот сектор (види графикон бр.5.2).

Графикон бр. 5.1



Графикон бр. 5.2



Извор: Народна Банка на Република Македонија

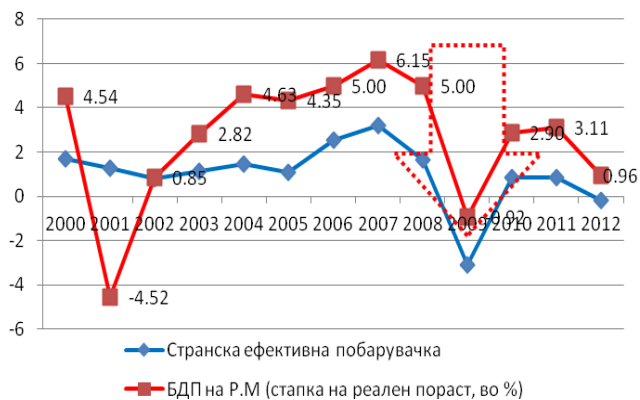
Пропаѓањето на „Леман Брадерс“ на 15 септември 2008 г. ја отвори втората фаза од глобалната криза, во која нарушувањето на глобалните пазари продолжи брзо да се влошува, ликвидносните ризици почнаа да ја загрозуваат и солвентноста на финансиските институции и преку бројни канали кризата од финансискиот сектор почна да се прелева во реалниот сектор, притоа забавувајќи ја глобалната економска активност и замрзнувајќи ги глобалните финансиски текови. Мала, отворена, увозно зависна земја како Македонија не можеше да остане имуна на втората рунда на ефекти од глобалната криза и тие почнаа силно да се чувствуваат кон

<sup>185</sup> Детално за стабилноста на финансискиот систем со сите негови карактеристики и специфики види Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2011 година. Достапно на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Izvestajza\\_FSR2011.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Izvestajza_FSR2011.pdf)

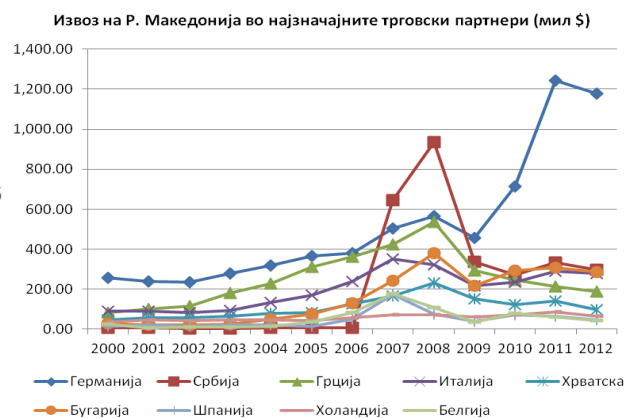
крајот на 2008 г. и во 2009 г. кога економската активност во државата по подолг период забележа пад на економската активност од 0,9%.

Трговската интегрираност (околу 60% од извозот само во ЕУ) и отвореност придонесоа најзначаен и најефективен канал на трансмисија на глобалната криза во македонската економија да претставува падот на економската активност во земјите кои се наши најголеми трговски партнери – странската ефективна побарувачка. За да добиеме појасна слика за значењето на странската ефективна побарувачка (извозот) за македонската економија, на следниот графикон е прикажано движењето на реалниот БДП на Македонија и странската ефективна побарувачка во периодот од 2000 до 2012 година (види графикон бр. 5.3).

Графикон бр. 5.3



Графикон бр. 5.4



Извор: Пресметки на авторот – ДЗС, податоците за БДП по константни цени се преземени од IMF - [World Economic Outlook Database](#) октомври 2012<sup>186</sup>

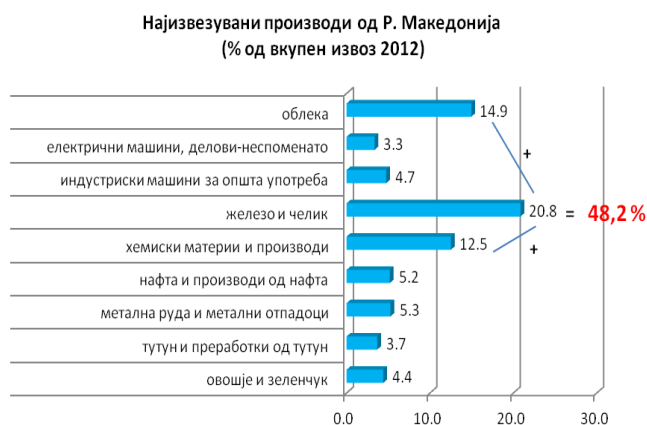
Извор: Државен Завод за статистика на РМ

Од графиконот јасно се гледа трансмисиониот канал, односно високата зависност на движењето на БДП и движењето на странската ефективна побарувачка – движењето на економската активност кај нашите најзначајни трговски партнери. Анализирани по земји, најголем придонес врз падот на странската ефективна побарувачка во 2009 година, од 3,1%, имаше падот на економската активност во Германија и Италија, а потоа следува придонесот од падот во Грција и Србија. Закрепнувањето на глобалната економија, особено умерениот економски раст во еврозоната и во земјите од Југоисточна Европа, влијаеја и врз интензитетот на закрепнување на странската ефективна побарувачка за македонските производи. По длабокиот

<sup>186</sup> Странската ефективна побарувачка е пресметана како збир од пондерирани индекси на бруто-домашниот производ на најзначајните трговски партнери на Република Македонија. Пондерите се пресметани врз основа на учеството на овие земји во македонскиот извоз. Податоците за бруто-домашниот производ за земјите трговски партнери на Македонија се преземени од IMF - [World Economic Outlook Database](#) октомври 2012. Во пресметката на индексот се вклучени Германија, Грција, Италија, Холандија, Белгија, Шпанија, Србија, Хрватска и Бугарија.

пад во 2009 година, странската ефективна побарувачка постепено заживуваше во текот на 2010, кога во просек оствари раст за 0,8%. Во 2011 г. странската ефективна побарувачка го одржуваше нивото од 2010 г., додека во 2012 г. се појавија повторно притисоци за нејзино намалување. Во 2012 г. најголемо влијание на странската ефективна побарувачка имаше намалувањето на економската активност во Грција (од 3,5% во 2010 г. на 6,9% во 2011 г. и понатаму на 6% во 2012 г.) и понатамошното влошување на економската активност во Германија, Србија, Италија, Шпанија (намалена економска активност е регистрирана кај сите земји кои се дел од нашата странска ефективна побарувачка (види графикон бр.5.4). Друга карактеристика на македонскиот извоз која ја зголемува неговата сензитивност на глобалните движења и го потврдува значењето на овој трансмисионен канал претставува и неговата висока концентрираност во определени сектори (види графикон бр. 5.5). Доколку ги погледнеме најизвезуваните производи од Македонија во 2012 г. ќе утврдиме дека концентрацијата е исклучително висока, скоро една половина од македонскиот извоз е концентриран во три производи (железо и челик, облека, хемиски материјали и производи), кои во услови на криза бележеа драматични падови на цените. Од друга страна, концентрацијата на македонскиот извоз по земји (иако во периодот по кризата таа благо се диверзификуваше) е уште една карактеристика која дополнително ја зголемува ранливоста на македонскиот извозен сектор во услови на глобални нарушувања (во нашиот случај посебна сензитивност и на регионални нарушувања). Ова го покажува фактот што пред почетокот на кризата (2006 г.) дури  $\frac{3}{4}$  (74,7%) од македонскиот извоз бил лоциран во шест земји: Србија, Германија, Грција, Италија, Бугарија и Хрватска (види графикон бр.5.6).

Графикон бр. 5.5



Графикон бр. 5.6



Извор: Државен завод за статистика на РМ

Потврда за високата сигнификантност на глобалната економска активност и македонскиот извоз претставуваат и истражувањата за доходната еластичност на македонскиот извоз во однос

на глобалната активност. Така, Кадиевска-Војновиќ и Унеска покажуваат дека доходната и ценовната еластичност на извозот се статистички значајни и изнесуваат 1,51 и -0,73. Тоа значи дека на долг рок, во услови на пораст на светскиот доход за 1%, побарувачката за македонскиот извоз ќе се зголеми за 1,51%, додека при пораст на релативните извозни цени од 1% извозот бележи намалување за 0,73% (повисоки домашни цени од странски цени детерминираат пад на извозот). Ова укажува дека македонскиот извоз е повеќе сензитивен на промените во светскиот доход, отколку на промените на цените. Тоа индицира дека ценовните карактеристики на македонскиот извоз не се главна значајна детерминанта на странската побарувачка, која повеќе се насочува кон неценовните (квалитативните) аспекти на извозот. Така, доколку извозниците сакаат да го зголемат својот пласман на светските пазари, потребно е да ги зголемат неценовните аспекти на извозот (квалитетот, дистрибуцијата, маркетингот и сл.) за кои ќе се оцени дека постои сензитивен меѓународен капитал. Со оглед на високата концентрираност на македонскиот извоз на само неколку производи, пред сè за репродукција (железо и челик и нивни производи, нафтени деривати, како и облека и текстил што базира на лон-производство), очигледно е дека потребно е да се вложува во квалитативните аспекти на производите, со цел да се привлечат странските потрошувачи чиј стандард расте со порастот на расположливиот доход.

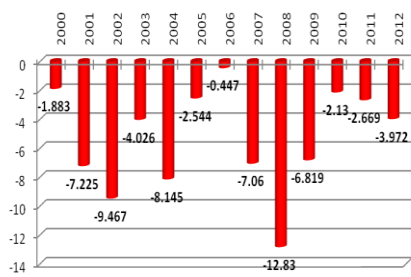
Намалената глобална активност и ефектите кои се пренесуваат врз македонската економија преку намалената доверба во пазарите, ограничениот пристап до финансиски средства, намалената извозна побарувачка, бавното закрепнување на домашната увозна побарувачка, придонесоа за намалување на трговската активност на Македонија и намалување на дефицитот на тековната сметка – по неговата најголема вредност од 12,8% од БДП во 2008 г., постепено се намали на 6,8% од БДП во 2009 г. за понатаму да се контрахира на дури 2,1% од БДП во 2010 г. и во периодот што следува тој се одржува на пониско ниво споредено со преткризниот период од 2001 до 2008 г. (види графикон бр.5.7). Земјите во регионот во преткризниот период бележеа значајно зголемување на дефицитите на тековните сметки, по што следеше контракција на истите – најниски нивоа на дефицит на тековната сметка во посткризниот период 2009-2012 г. бележат Македонија и Хрватска (види графикон бр. 5.8). Во услови на намалена глобална активност важен ефект на рамнотежата во платниот биланс, посебно за земјите во развој (земјите од регионот), претставуваат приватните трансфери, кои претставуваат доминантен и стабилен извор за покривање на дефицитот во тековната сметка во македонската економија. Како резултат на глобалната криза, приватните трансфери по трендот на континуиран пораст во периодот пред кризата, бележат стагнација во периодот на почетокот на глобалната криза и



нивно намалување во 2008 г. (одложен ефект од кризата) за 5,5% споредено со претходната, 2007 г., по што следува продолжување на трендот на нивни пораст од 2010 г.(види графикон бр.5.9)

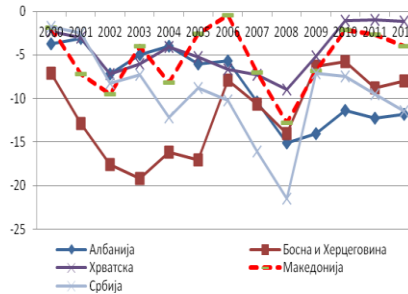
Графикон бр. 5.7

Дефицит на тековната сметка на Р. Македонија (% од БДП)



Графикон бр. 5.8

Дефицит на тековната сметка (% од БДП)



Графикон бр.5.9



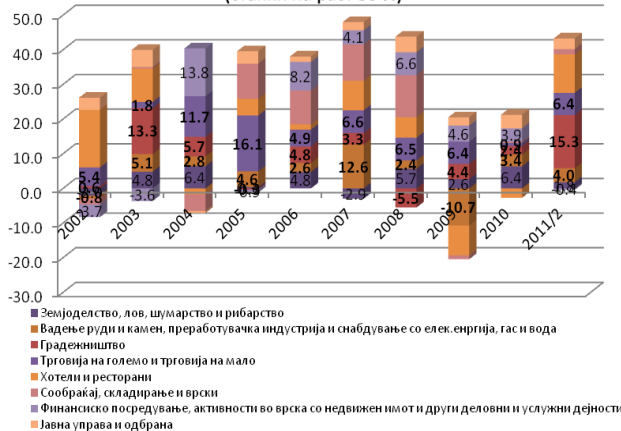
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

Извор: НБРМ

Намалената активност на глобално ниво и намалената извозна побарувачка за македонските производи (како и падот на домашната побарувачка), како главна детерминанта на БДП, значајно придонесоа за пад и промена на структурата на главните детерминанти на БДП. Индексот на индустриското производство забележа историски пад од 8,7% во 2009 г. и 4,8% во 2010 г. Најголем пад забележаа рударството, вадењето камен и преработувачката индустрија, додека секторот за снабдување со електрична енергија и гас, поради неговата специфичност, монополската положба, падот на цените на глобалните пазари, намалениот увоз, при зголемено домашно производство во периодот на криза забележа значаен пораст (види графикон бр. 5.10).

Графикон бр. 5.10

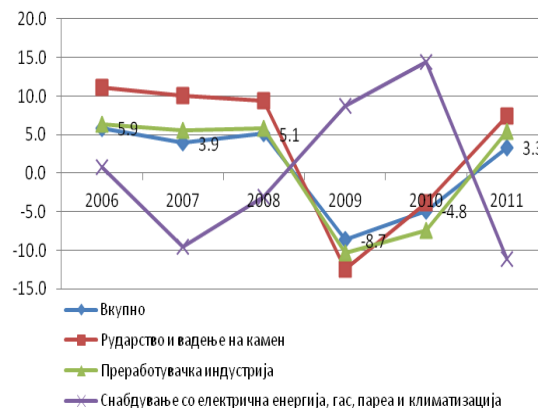
Бруто домашен производ според приходен метод (стапки на раст во %)



Извор: Државен завод за статистика

Графикон бр. 5.11

Индекс на индустриско производство (год. стапки на раст, %)



Анализата на движењата на БДП според приходниот метод ги покажува клучните сектори кои беа причина за падот и подоцна за закрепнувањето на економската активност. Од графиконот бр. 5.11 економската контракција во 2009 г. главно е резултат на значајниот пад во секторите вадење руди и камен, преработувачка индустрија и снабдување со електрична енергија, гас и вода, секторот хотели и ресторани, транспорт и врски и кај другите сектори, со исклучок на секторот трговијата на големо и мало и секторот земјоделство, лов, шумарство и рибарство кои во тој период сè уште бележат раст. Во следната, 2010 г., секторот на градежништво (како резултат на мерките на државата за излез од кризата и големиот број капитални инвестиции што беа преземени<sup>187</sup>) презема водечка улога со највисоки стапки на раст, по кој следуваат скромни стапки на раст и кај другите сектори (земјоделството, трговијата на големо и мало, хотелите и рестораните итн.) како резултат на скромното закрепнување на глобалните пазари.

Доколку го анализираме БДП според расходниот метод, ќе утврдиме дека најголем придонес во преткризниот раст на БДП имале растот на домашната побарувачка и зголемувањето на бруто-инвестициите, чиешто забавување во периодот на глобална криза претставува главна причина за падот на економската активност. Намалувањето на личната потрошувачка и на инвестициите во периодот на криза државата настојува да го надомести со зголемување на јавните расходи/јавнатата потрошувачка со цел стимулирање на домашната економија и спречување надолни тенденции на економската активност (види графикони бр. 5.12 и 5.13).

Графикон бр.5.12



Извор: Државен завод за статистика

Графикон бр.5.13



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

<sup>187</sup> Секторот градежништво и во следната, 2011/2012 г. продолжува да бележи високи стапки на раст и да има значајна улога во закрепнувањето на економската активност од државата.

Забавувањето на економската активност на глобално и на домашно ниво, исто така, го забави трендот на намалување на стапката на невработеност во државата која се уште е на рекордно ниво околу 30%, и покрај големиот број мерки на Владата за справување со кризата и намалување на невработеноста (види графикон бр.5.14)

*Нарушувањето на меѓународните пазари на капитал и падот на довербата на инвеститорите во пазарите и нивната аверзија кон ризик претставува вториот трансмисионен канал преку кој ефектите од глобалната криза се пренесоа на финансиските пазари, на пазарите на капитал и се одразија на инвестиционата/реалната сфера во државата. Овој секундарен бран од глобалната криза своите ефекти врз македонската економија ги манифестираше со намалување на приливите на СДИ и портфолио-инвестиции, ограничување извори за финансирање и пораст на нивната цена на кредитните пазари, како и благо намалување на приватните трансфери (како доминантна ставка во покривањето на дефицитот во тековната сметка).*

Најчесто сценаријата кои се очекуваат во услови на глобална криза на пазарите на капитал и довербата на инвеститорите во однос на СДИ и портфолио-инвестициите се манифестираат со – незначителен прилив на акционерски капитал, имајќи предвид дека голем дел од компаниите/инвеститорите се соочуваат со недостиг од ликвидност или ризици околу инвестициите; намалување на реинвестираната добивка и аналогно на тоа зголемување на исплатата на дивиденди, кои се вшмукуваат од странските инвеститори; надополнување на потребата од дополнителни финансиски средства преку намалувањето на нето-приливите врз основа на меѓукомпаниско задолжување како резултат на повисоките отплати на користените кредити од матичните компании, зголемени побарувања врз основа на кредити одобрени на компаниите-мајки, намалување/повлекување на портфолио-инвестициите кои се посебно осетливи на движењата на глобалните пазари на капитал и значаен пад на прометот и цените на пазарите на хартии од вредност. Најголем дел од трендовите што ги спомнавме во класичните сценарија можат да се забележат и при анализа на движењето на овие варијабли во македонската економија во услови на криза. Графиконот бр. 5.15 и 5.17 кој ги презентира нето-движењата на директните и портфолио-инвестиции (во мил. евра), како и графиконот бр. 5.16 кој ги презентира нивните стапки на раст јасно го покажуваат нагорниот тренд на движење на овие варијабли (високите стапки на раст) во преткризниот период и нивниот тренд на намалување по почетокот на кризата. Посебно интересно е да се укаже на сензитивноста на портфолио-инвестициите чијшто тренд на пораст започнува пред оној на СДИ и тие почнуваат

значајно да се намалуваат уште со првите сигнали за криза на глобалните пазари во 2008 г., кога СДИ го достигнуваат својот врв во државата. Нормално е, како што спомнавме, во услови на глобална криза странските инвеститори да го намалуваат износот на реинвестираната добивка и да повлекуваат поголеми износи на капитал/дивиденди. Ова се потврдува и со намалувањето на реинвестираната добивка во државата во износ од дури 113,7 мил. евра во екот на кризата.

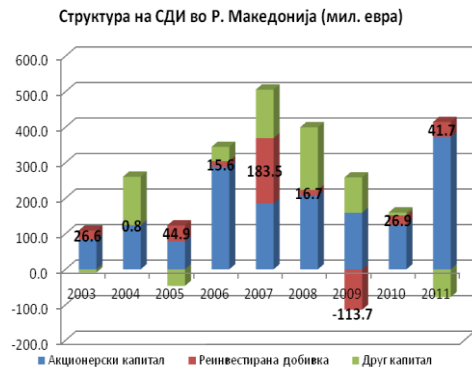
Графикон бр. 5.15



Графикон бр. 5.16



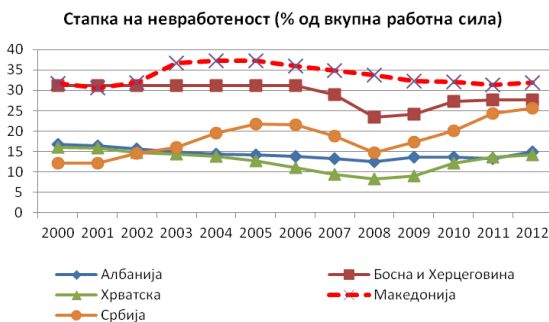
Графикон бр. 5.17



Извор: НБРМ

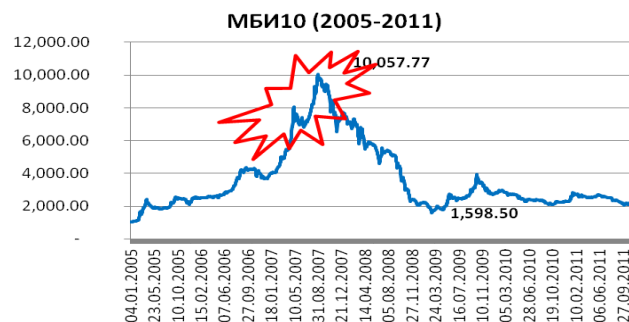
Доколку направиме само еден преглед на пазарите на хартии од вредност во Македонија (во случајот претставени преку индексот на 10 најтргувани хартии од вредност во државата МБИ10), јасно ќе ја увидиме жестината на кризата и нејзините последици за овој најсензитивен пазарен сегмент (види графикон бр. 5.18). Од движењето на МБИ10 се гледа најпрвин експанзијата/прегревањето на пазарот на хартии од вредност во државата и почетокот на неговиот (од врвот кој беше достигнат на 31.08.2007 г. во износ од 10.058 ден. до дното, со скоро петкратно намалување кое го достигна на 10.03.2009 г. со износ од 1.598 ден.) колапсот на Македонската берза на хартии од вредност, кој се совпаѓа со глобалните трендови на пад на цените на хартиите од вредност и сигналите што доаѓаа од пазарите на капитал.

Графикон бр. 5.14



Извор: Македонска берза АД Скопје (дневни податоци, во ден.)

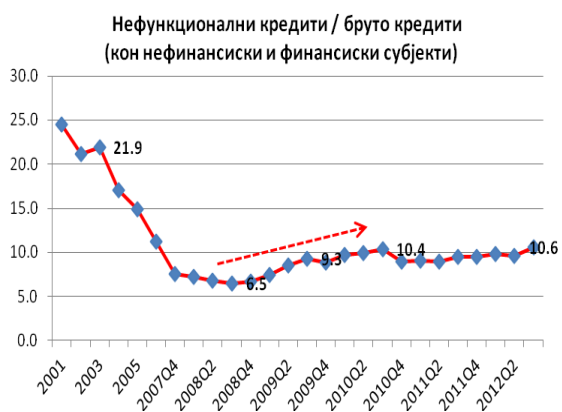
Графикон бр. 5.18



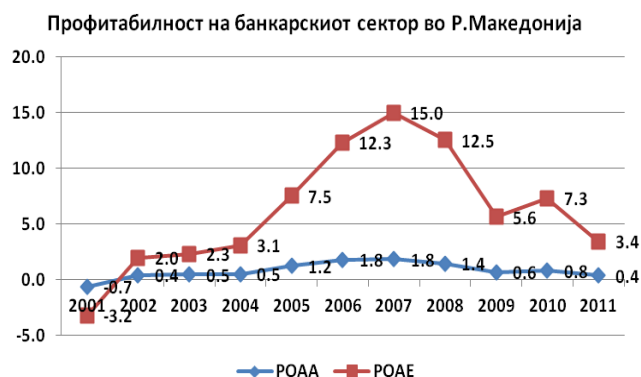
Извор: Извор: WEO October, 2012

Македонскиот банкарски сектор немаше изложеност кон ризични инструменти, имаше силна депозитна база и мала зависност во финансирањето од нерезиденти, значајно висока капитализираност на банкарскиот сектор, адекватна ликвидност на банкарскиот сектор кои придонесоа за одржување на неговата стабилност во услови на криза на глобалните финансиски пазари. Меѓутоа, почетокот на кризата се одрази на повеќе сегменти во банкарскиот сектор – најпрвин беше запрен трендот на намалување на стапката на нефункционални кредити во однос на бруто-кредитите и таа од 6,5 во последниот квартал на 2008 г. се зголеми на 10,5 кон средината на 2010 г. по што следуваше нејзино стабилизирање (види графикон бр. 5.19 ). Профитабилноста на банките во Македонија, која имаше значаен пораст во периодот пред кризата, го достигна својот врв во 2007 г. (РОАЕ = 15) кога започна глобалната криза, по што следуваше драматичен пад и нејзино враќање во 2011 г. на преткризното ниво од 2004 г. (види графикон бр. 5.20 ).

Графикон бр. 5.19



Графикон бр. 5.20



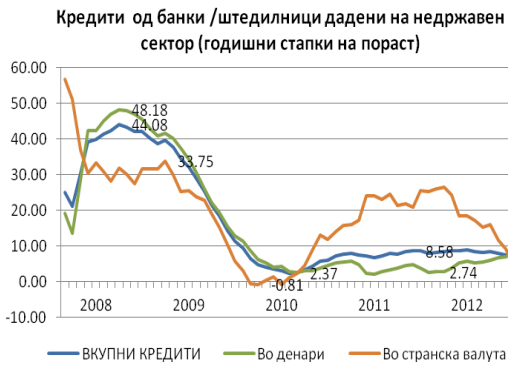
Извор: НБРМ

Иако банките во Македонија (кои доминантно се во странска сопственост) не беа директно погодени од процесите на намалување на левериџот во нивните банки-мајки во странство, тие индиректно, како резултат на поконзервативните корпоративни стратегии на банките –мајки, забележаа надолни трендови во кредитирањето и негативни ефекти на кредитниот канал кој претставува крвоток на економската активност во една земја (посебно кај земјите со плиток и неразвиен пазар на капитал). Покрај поконзервативните корпоративни стратегии на банките, надолните трендови во кредитирањето беа детерминирани и од намалената активност и од зголемувањето на ризиците во реалниот сектор, од намалувањето на кредитоспособноста на компаниите/домаќинствата, што водеше до намалена побарувачка/пристап до кредитите, намалување на растот на депозитната база итн. Во периодот пред кризата, монетарните агрегати

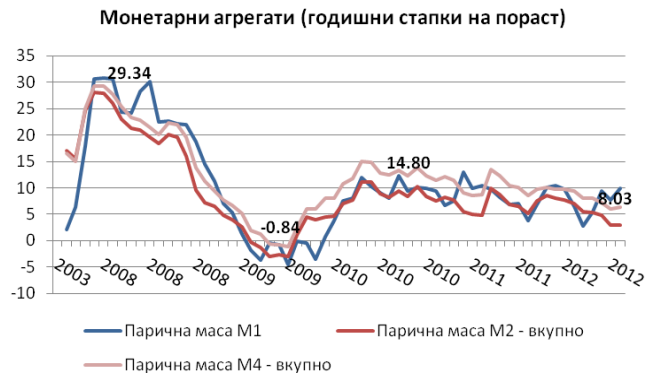
(готовите пари во оптек, депозитните пари, краткорочните и долгорочните депозити) имаа значајни стапки на раст од  $M2=17,07\%$ ,  $M3=16,51\%$  во 2004 г., достигнувајќи го нивниот врв во почетокот на кризата во 2007 г. при скоро дуплирани стапки на раст од  $M2=28,09\%$ ,  $M3=29,34\%$  (види графикон бр. 5.22). Почетокот на кризата набрзо ги пренесе своите ефекти и експресно/значајно ја намали оваа експанзија на депозитната база која зеде замав пред кризата.

По достигнувањето на врвот во 2007 г. монетарните агрегати значајно се намалија достигнувајќи го дното во септември 2009 г. кога стапките на раст/пад изнесуваа  $M1= -4,53\%$ ;  $M2= -2,95\%$ ;  $M3= -1,9\%$ , по што следуваше период на благ пораст и нивно стабилизирање на ниво коешто е далеку пониско споредено со преткризниот период (види графикон бр. 5.22). Намалувањето на депозитната база, конзервативните стратегии што ги применуваа македонските банки (заострувањето на критериумите при кредитирање), порастот на цената на капиталот на меѓународните пазари, зголемената аверзија кон ризикот во реалниот сектор, исто така, придонесоа за значаен пад на кредитната активност на банкарскиот сектор. Ова отвори нов круг/спирала која самата ги потхрануваше ефектите од глобалната криза - пад на кредитната активност, ограничен пристап на бизнисите до финансиски средства при зголемена потреба за нивно финансирање, намалување на потенцијалот за раст и производство на бизнисите во услови на нарушени финансиски текови во државата, намалена економска активност, намален потенцијал за извоз, притисоци врз невработеноста, влошување на перформансите на бизнисите, зголемување на ризиците во активата на банките итн. Доколку ги погледнеме стапките на пораст на кредитите што банките ги давале на нефинансискиот сектор, повторно ќе ја утврдиме патеката на движење која беше евидентна за монетарните агрегати – значајна кредитна експанзија на вкупните кредити од  $25\%$  во 2004 г. до  $44,08\%$  во април 2008 г., по што следеше значајно намалување на кредитниот раст на вкупните кредити кој го достигна дното во февруари 2010 г., по што следува незначително закрепнување на стапките на раст кај денарските кредити и позначајно зголемување на кредитите во странска валута (види графикон бр. 5.21).

Графикон бр. 5.21



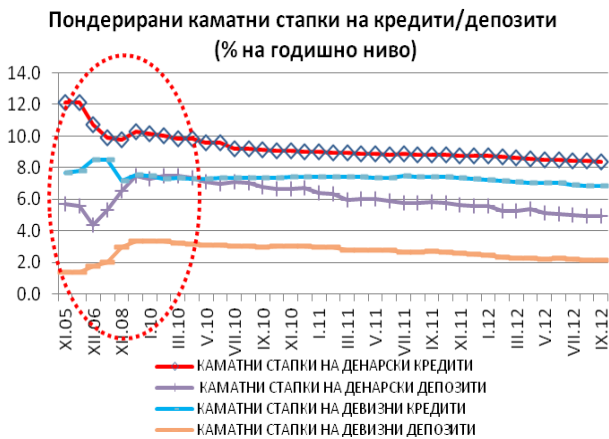
Графикон бр. 5.22



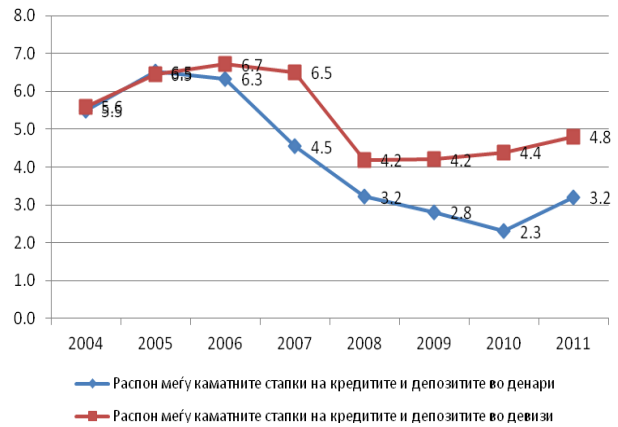
Извор: НБРМ

Ризиците на глобалните финансиски пазари и нивните ефекти врз македонскиот финансиски/банкарски сектор, покрај врз обемот на кредитирањето, се одразија и на порастот на цените/каматните стапки на кредитите, како резултат на зголемениот ризик во економијата и на финансиските пазари. Каматната стапка на меѓубанкарскиот пазар на денарски депозити преку ноќ - MKDONIA (Macedonian Denar Overnight Index Average)<sup>188</sup> забележа зголемување од 4,79% во октомври 2008 г. (кога започна нејзиното пресметување) на 6,54% во септември 2009 г. што претставува зголемување од 1,75 п.п., по што следуваše нејзино значајно намалување како резултат на бројните мерки за релаксирање на монетарната политика преземени од НБРМ.

Графикон бр. 5.23



Графикон бр. 5.24



Извор: НБРМ

Пондерираните каматни стапки на кредитите и депозитите забележаа благ пораст при појавувањето на првите сигнали за глобалната криза, при што поголемо беше зголемувањето на каматните стапки на денарските и девизните депозити во споредба со порастот на каматните

<sup>188</sup> Види поопширно за пресметување и историски податоци за MKDONIA на: <http://www.nbrm.mk/?pmenu=mkdonia>

стапки на денарските и девизните кредити (види графикон бр. 5.23). Трендот на зголемување на ризикот во македонската економија за банкарскиот сектор се потврдува и со прекинувањето на трендот на намалување на каматните распони на денарските/девизните кредити/депозити кој беше значаен во преткризниот експанзивен период и благо зголемување на каматните распони во периодот 2008-2011 г. (види графикон бр. 5.24).

На крај да направиме кратко сумирање на главните ефекти од Глобалната економска криза врз македонската економија:

#### ***Ефекти од Глобалната економска криза врз македонската економија***

- ✓ Македонија пред кризата бележеше тренд на зголемување на стапките на раст на БДП, ниски стапки на инфлација, одржување ниски/балансиран буџетски дефицити, тренд на намалување на јавниот долг, благо закрепнување на извозниот сектор и скромно намалување на стапките на невработеност;
- ✓ До пропаѓањето на „Леман Брадерс“ глобалната криза немаше забележливи ефекти на македонскиот реален/финансиски сектор;
- ✓ Ефектите од глобалната криза почнаа силно да се чувствуваат кон крајот на 2008 г. и во 2009 г. кога економската активност во државата по подолг период забележа пад од 0,9%;
- ✓ Трговската интегрираност и отвореност придонесоа најзначаен и најефективен канал на трансмисија на глобалната криза во македонската економија да претставува падот на економската активност во земјите кои се наши најголеми трговски партнери – странската ефективна побарувачка;
- ✓ Високата концентрираност на македонскиот извоз во определени сектори ја зголемува неговата сензитивност на глобалните движења;
- ✓ Концентрацијата на македонскиот извоз по земји е уште една карактеристика која дополнително ја зголемува ранливоста на македонскиот извозен сектор во услови на глобални нарушувања;
- ✓ Резултати од истражувањата за доходната еластичност на македонскиот извоз во однос на глобалната активност покажуваат дека во услови на пораст на светскиот доход за 1%, побарувачката за македонскиот извоз ќе се зголеми за 1,51%, додека при пораст на релативните извозни цени од 1% извозот бележи намалување за 0,73%;
- ✓ Дефицитот на тековната сметка – по неговата историска вредност од 12,8% од БДП во 2008 г., постепено се намали на 6,8% од БДП во 2009 г. за понатаму да се контрахира на дури 2,1% од БДП во 2010 г. и во периодот кој следува тој се одржува на пониско ниво, споредено со преткризниот период од 2001-2008 г.
- ✓ Приватните трансфери по трендот на континуиран пораст во периодот пред кризата бележат стагнација во периодот на почетокот на глобалната криза и нивно намалување во 2008 г. (одложен ефект од кризата) за 5,5% споредено со претходната 2007 г., по што следува продолжување на трендот на нивни пораст од 2010 г.
- ✓ Индексот на индустриското производство забележа историски пад од 8,7% во 2009 г. и 4,8% во 2010 г. Економската контракција во 2009 г. главно е резултат на значајниот пад во скоро сите сектори со исклучок на секторот на трговијата на големо и мало и секторот земјоделство, лов, шумарство и рибарство кои во тој период сè уште бележат раст. Во следната, 2010 г., секторот градежништво презема водечка улога со највисоки стапки на раст, по кој следуваат скромни стапки на раст и кај другите сектори (земјоделството, трговијата на големо и мало, хотелите и рестораните итн.) како резултат на скромното закрепнување на глобалните пазари.
- ✓ Најголем придонес во преткризниот раст на БДП имале растот на домашната побарувачка и зголемувањето на бруто-инвестициите, чиешто забавување во периодот на глобална криза претставува главна причина за падот на економската активност. Намалувањето на личната потрошувачка и на инвестициите во периодот на криза државата настојува да го надомести со



зголемување на јавните расходи/јавнатата потрошувачка.

- ✓ Забавување на трендот на намалување на стапката на невработеност во државата која сè уште е на рекордно ниво околу 30%, и покрај големиот број мерки на Владата за справување со кризата и намалување на невработеноста.
- ✓ Нарушувањето на меѓународните пазари на капитал и падот на довербата на инвеститорите во пазарите и нивната аверзија кон ризик се манифестираше со намалување на приливите на СДИ, реинвестираната добивка (зголемување на одлеаните дивиденди) и портфолио-инвестиции, ограничување на изворите за финансирање и пораст на нивната цена на кредитните пазари, како и благо намалување на приватните трансфери;
- ✓ Движењето на МБИ10 ја покажува експанзијата/прегревањето на пазарот на хартии од вредност во државата во преткризниот период и почетокот на колапсот на македонската берза на хартии од вредност, кој се совпаѓа со глобалните трендови на пад на цените на хартиите од вредност и сигналите кои доаѓаа од пазарите на капитал;
- ✓ Запрен е трендот на намалување на стапката на нефункционални кредити во однос на бруто-кредитите и таа од 6,5 во последниот квартал на 2008 г. се зголеми на 10,5 кон средината на 2010 г. по што следуваше нејзино стабилизирање;
- ✓ Профитабилноста на банките во Македонија која имаше значаен пораст во периодот пред кризата, го достигна својот врв во 2007 г. (РОАЕ = 15) кога започна глобалната криза, а потоа следуваше драматичен пад и нејзино враќање во 2011 г. на преткризното ниво од 2004 г.;
- ✓ Банкарскиот сектор, и покрај ефектите од кризата, останува со високо ниво на капитализираност (скоро двојно од пропишаното – вредност на показателот за адекватност на капиталот: 16,2 во 2008 г., 16,4 во 2009 г.) како и со адекватна ликвидност (по благиот пад кај скоро сите ликвидносни показатели во 2008/2009 г.);
- ✓ По експанзијата на депозитната база, која зеде замав пред кризата, монетарните агрегати значајно се намалија достигнувајќи го дното во септември 2009 г. кога стапките на раст/пад изнесуваа  $M1 = -4,53\%$ ;  $M2 = -2,95\%$ ;  $M3 = -1,9\%$ , по што следуваше период на благ пораст и нивно стабилизирање на ниво коешто е далеку пониско споредено со преткризниот период;
- ✓ Кредитите на банките на нефинансискиот сектор - по значајната кредитна експанзија на вкупните кредити од 25% во 2004 г. до 44,08% во април 2008 г. следуваше значајно намалување на кредитниот раст на вкупните кредити достигнувајќи го дното во февруари 2010 г.;
- ✓ Пондерираните каматни стапки на кредитите и депозитите забележаа благ пораст при појавувањето на првите сигнали за глобалната криза, додека трендот на намалување на каматните распони на денарските/девизните кредити/депозити е прекинат и се забележува нивно благо зголемување како резултат на кризата во периодот 2008-2011 г.

## 5.2. Одговор на фискалната политика на Глобалната економска криза

Фискалната политика во услови на глобалната економска криза ги доби своите „пет минути“ што ги чекаше во последните три-четири децении и покажа дека сè уште е значајна сила за стабилизирање, а посебно поттикнување/здравување на економиите на глобално ниво. Македонија не беше исклучок од глобалните трендови во оваа насока – иако поддршката од фискалната политика (даночните реформи, намалувањето на придонесите и воведувањето рамен данок) за економијата започна уште во преткризниот период. Значајна основа која овозможи понатамошно активно вклучување на фискалната политика во справувањето со глобалната

криза претставуваше релативно добрата фискална позиција на домашната економија во преткризниот период – ниските дефицити и нискиот јавен долг (кој значајно беше намален во периодот пред кризата). Почетокот на кризата беше причина за засилена фискална активност во домашната економија што понатаму ќе го анализираме преку менувањето на фискалните позиции (дефицитите, јавните расходи и нивната структура итн.), како и антикризните пакети кои беа директно насочени кон намалување на ефектите од глобалната економска криза врз домашната економија.

Добрата фискална позиција што ја имаше Македонија во почетната фаза од кризата придонесе фискалниот простор за дејствување на фискалната политика да биде покомотен и ефектите за ублажување на кризата да бидат позначајни (аналогно на истражувањата што беа правени во земјите во развој и земјите во транзиција, каде што јасно се укажува дека падот на економската активност бил помал во земјите кои имале поекспанзивна фискална политика). Доколку ги погледнеме буџетските дефицити што ги водеше Македонија во периодот пред кризата ќе видиме дека се доста ниски, почнувајќи од 2003 г. до 2007/2008 г. (види графикон бр. 5.25 и 5.26), а споредбата со земјите од регионот, исто така, укажува дека Македонија водела претпазлива фискална политика во периодот пред кризата (во 2007 г. суфицит од 0,59% од БДП, додека во 2008 г. дефицит од само 0,92% - види графикон бр.5.25 и 5.26). Јавниот долг претставува уште една битна фискална компонента која го дизајнира фискалниот одговор во услови на криза. Македонија во 2008 г. го намали нивото на јавен долг на само 20,6% од БДП, споредено со 2005 г. кога тој изнесуваше 39,5% од БДП (види графикон бр. 5.28), со што не само во преткризниот период, туку и до денес остана со најниско задолжување споредено со земјите од регионот и пошироко, со еврозоната (види графикон бр. 5.29 и табела бр. 5.2 во анексот ). За намалување на јавниот долг и проширување на фискалниот простор, посебно се значајни одлуките на фискалната власт за задолжување на глобалните пазари на капитал под поповолни услови (пред да се влошат условите) односно издавањето на првата македонска еврообврзница во 2005 г. - на 2.12.2005 г. на Лондонската берза беа емитувани првите македонски еврообврзници во износ од 150 милиони евра со рок на достасување од десет години и купонска каматна стапка од 4,625% (поволна каматна стапка споредено со обврзниците што веќе ги имаа издадено земјите од регионот – Хрватска, Бугарија и Романија)<sup>189</sup>. Средствата од еврообврзницата беа искористени за значајна отплата на главницата на

<sup>189</sup> Види Проспект за еврообврзницата, Министерство за финансии на Р. Македонија, достапно на: [http://www.finance.gov.mk/files/u4/eurobond\\_prospectus.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u4/eurobond_prospectus.pdf). Исто така во Годишниот извештај на НБРМ за 2005 год. стр. 108, достапен на: <http://nbrm.mk/?ItemID=08F0F6C1E4502142ADF5036DE55E8E1F>

екстерниот долг – во првата половина од 2006 г. е извршен откуп на долгот кон Лондонскиот клуб на кредитори, редовно беше сервисиран долгот кон Парискиот клуб на кредитори и редовно беше сервисирано домашното задолжување, што во услови на умерено домашно и странско задолжување влијаеше за значајно намалување на вкупниот јавен долг<sup>190</sup>.

Покрај издадената еврообврзница во периодот пред кризата, реализирана под поволни услови на пазарите на капитал, во услови кога глобалната криза силно ги манифестираше своите ефекти и беа реализирани помалку јавни приходи од очекуваното (2009 г.) беше издадена нова еврообврзница, износ од 175 милиони Евра, но сега под многу понеповолни услови - нејзината каматна стапка беше скоро два пати поголема од онаа во 2005 г. и изнесуваше 9,875% на годишно ниво<sup>191</sup>. Потребата за финансиски средства во тој период силно го раздвижи и примарниот пазар на државни хартии од вредност (посебно со пократки рокови, поради присутната макроекономска неизвесност; во јуни 2009 г. беше воведен и нов инструмент државни записи со девизна клаузула), што придонесе за значајно зголемување на нивната каматна стапка. Каматната стапка на тримесечните државни записи во јуни 2009 г. достигна ниво од 9,35%, по што во ноември веќе беше намалена на 4,5% (види графикон бр. 5.31).

Друга важна поткрепа за македонската фискална политика претставува новиот аранжман за финансиска поддршка склучен со ММФ во јануари 2011 г. во форма на новиот инструмент на ММФ – Кредитна линија на претпазливост (КЛП). Оваа кредитна линија ММФ ја воведо во август 2010 г. со цел зголемување на неговата способност за превенирање кризи и ограничување на ефектите од системските ризици врз економиите. Оваа алатка на ММФ е наменета главно за земји со стабилни макроекономски политики, кои поради структурата на нивните економии, сепак, се соочуваат со извесни ризици и ранливост на определени случувања<sup>192</sup>. Македонија беше прва земја на која ѝ беше одобрено КЛП во износ од 413,4 мил. СПВ или околу 475,6 мил. евра, што претставува 600% од квотата на Македонија во ММФ. На повлечениот износ до 300% се плаќа каматна стапка во висина на трошоците кои ги утврдува ММФ, додека на тој износ, утврдените трошоци од ММФ се зголемуваат за 2 п.п.<sup>193</sup>.

<sup>190</sup> Треба да се напомене дека во тој период 2006 год. буџетскиот дефицит главно беше финансиран од приходите од приватизација (приватизација на ЕСМ – Дистрибуција за 13.899 мил. ден.) како и продажба на пакети на државни акции во АД Македонски телекомуникации, ЈЗУ “Градска Аптека” и во неколку домашни банки.

<sup>191</sup> Види презентација за еврообврзница (2009), Министерство за финансии на Р. Македонија, достапно на: [http://www.finance.gov.mk/files/u4/Macedonia\\_RS\\_Presentation\\_17-19\\_Jun\\_2009.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u4/Macedonia_RS_Presentation_17-19_Jun_2009.pdf). Види, исто така, проспект за еврообврзница (2009), Министерство за финансии на Р. Македонија, достапно на:

<http://www.finance.gov.mk/files/u4/prospectus.pdf>

<sup>192</sup> Види поопширно ММФ: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pll.htm>

<sup>193</sup> Види поопширно во Годишниот извештај на НБРМ за 2005 г. стр. 77-80, достапен на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Godisen\\_izvestaj\\_2010.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisen_izvestaj_2010.pdf)

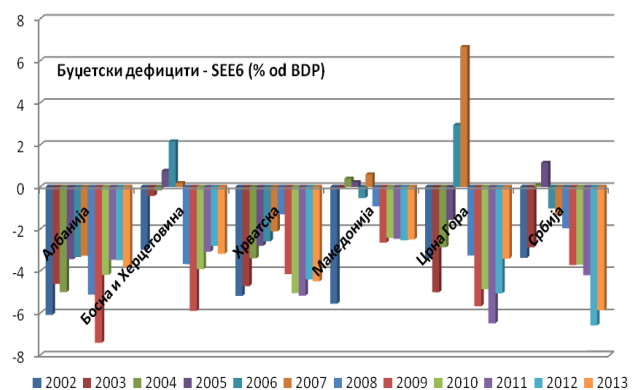
Македонија со овој аранжман се обврза да води здрави макроекономски политики кои ќе бидат следени од ММФ преку фискалните дефицити и нивото на девизни резерви. Во февруари 2011 г. беше донесен и Закон за задолжување на Македонија кај ММФ со КЛП<sup>194</sup>.

Посебно важно е да се напомене активноста на фискалната политика во државата непосредно пред кризата (почнувајќи од 2007 г.) насочена кон создавање услови за повисок економски раст преку поттикнување на агрегатната понуда и побарувачка. Уште во 2006 г. започнаа реформите за поттикнување на агрегатната понуда и создавање транспарентен и ефикасен даночен систем, по што во 2007 г. беа донесени главните законски реформи со кои се вовеле рамен данок – кај персоналниот данок на доход постојните стапки од 15%, 18% и 24% се заменија со единствена стапка од 12% (започнувајќи од 2008 г. таа изнесува 10%); даночната стапка кај данокот на добивка од 15% се намали на 12% во 2007 г. (започнувајќи од 2008 г. таа изнесува 10%), се вовеле даночно ослободување во висина на износот на реинвестираната добивка; кај ДДВ истата година беа извршени измени со кои се вовеле повластена даночна стапка од 5% за лекови, софтвер и компјутери, компоненти за јавен превоз и за термални и сончеви системи, беа зголемени платите на администрацијата. Со цел да се намали товарот врз стопанството од преголемите давачки кон државата и компаниите да остварат поголеми профити, со што ќе се создадат услови за поголеми инвестиции, отворање нови работни места, намалување на сивата економија, Владата во јули 2008 г. донесе мерка со која социјалните придонеси за периодот 2009 – 2011 се намалија за 10%, односно од 32% на 22%<sup>195</sup>. Овие реформи и мерки спроведени во преткризниот период беа значајна поткрепа и за фискалната позиција и за фискалната политика која следеше во услови на криза.

Графикон бр. 5.25



Графикон бр. 5.26



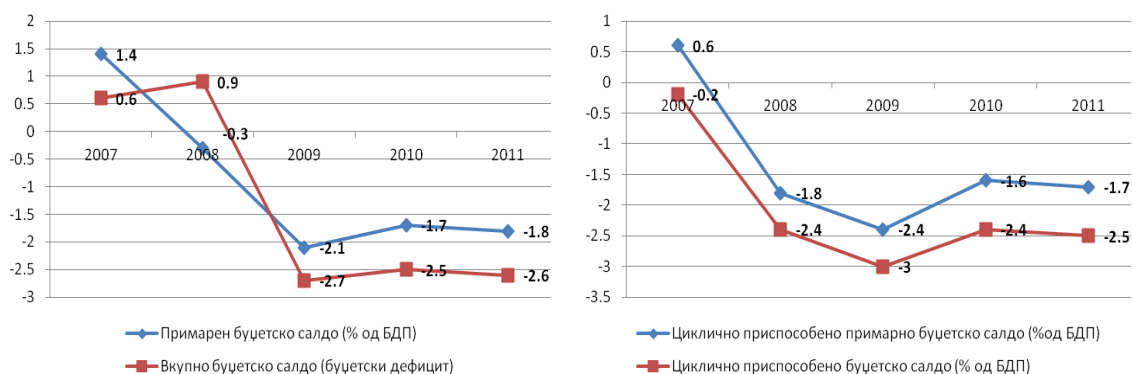
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012(проценки по 2011 год.)

<sup>194</sup> Види „Службен весник на РМ“ бр.17/2011

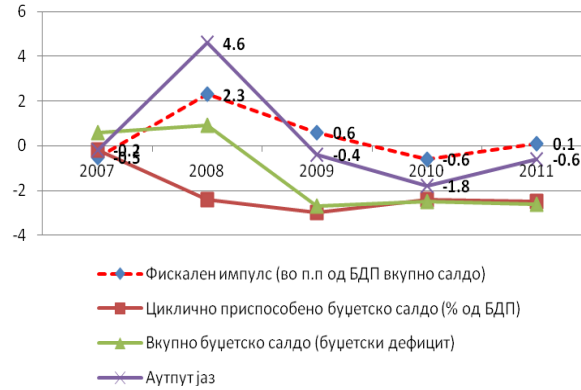
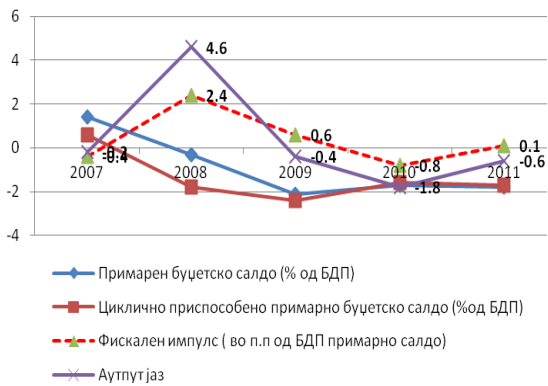
<sup>195</sup> Види поопширно: <http://www.vicpremier.gov.mk/?q=node/248>

Прва реакција/одговор на глобалната економска криза претставува промена на трендот на ниските буџетски дефицити (трендот на фискалната политика) кои беа одржувани во периодот пред кризата и нивното зголемување – од 0,9% во 2008 г. на 2,5% во 2009 г., ниво кое приближно се одржува до денес (види графикон бр. 5.25 и табела бр. 5.2 во анексот). За да се утврди дали фискалната политика била про/контрациклична, потребно е да се направи разлика помеѓу дискреционата компонента на фискалната политика и автоматските стабилизатори. Затоа и буџетското салдо е поделено на циклично прилагодено буџетско салдо (структурен дел) и цикличен дел кој автоматски реагира на циклусот (автоматски стабилизатори). Во Македонија анализата на циклично прилагоденото буџетско салдо и фазата во која се наоѓа домашната економија покажува дека во периодот пред кризата во услови на сè уште позитивен производствен јаз, фискалниот импулс<sup>196</sup> е значаен и процикличен (како што спомнавме, експанзивниот фискален одговор во Македонија уште пред кризата започна значајно да влијае на економската активност), додека во следната, 2009 г., во екот на кризата била водена контрациклична фискална политика со цел стабилизирање на економскиот циклус и намалување на ефектите од кризата (види графикони бр. 5.27). Отежнатите услови за финансирање, негативното влијание на автоматските стабилизатори (ова се гледа од движењето/зголемувањето на буџетските салда во услови кога фискалниот импулс се намалува) придонесоа следната, 2010 г., за зајакнување на фискалната позиција/намалување на нејзината контрацикличност, што одеше паралелно со постепено затворање на негативниот производствен јаз (во годините кои следеа продолжува благата фискална поддршка на економијата, иако имаме скромно затворање на негативниот произведен јаз).

Графикон бр. 5.27



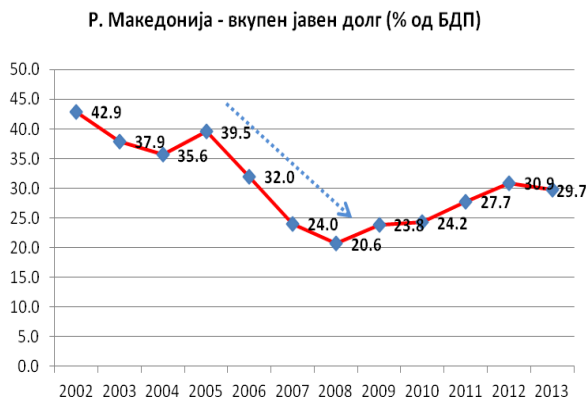
<sup>196</sup> Разликата помеѓу структурните буџетски салда изразена како % од БДП во две последователни години го претставува фискалниот импулс/стимул.



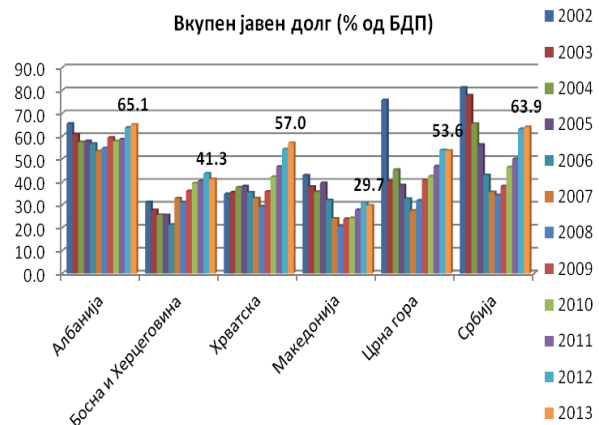
Извор: НБРМ<sup>197</sup>

Кога сме кај јавниот долг и задолжувањето (посебно надворешното), треба да спомнеме дека во Македонија тој е далеку помал споредено со земјите од регионот и пошироко (види графикони бр. 5.28 и 5.29). Во регионот, најниско ниво на јавен долг, според ММФ, во 2012 има Македонија (29,7% од БДП), единствено Босна и Херцеговина има ниво на јавен долг под 50% (односно 43,7% од БДП), развиените земји во 2012 г. бележеле ниво на јавен долг од 110% од БДП, еврозоната истата година имала јавен долг од 93% од БДП, додека просекот на земјите од Централна и Источна Европа изнесува 45% од БДП (види табела бр. 5.2 во анексот). Намалените јавни приходи, потребата од фискална поддршка на економијата (види графикон бр. 5.34) придонесуваа за зголемување на буџетските дефицити, односно индиректно влијаеја на зголемувањето на јавниот долг, посебно на надворешното задолжување.

Графикон бр. 5.28



Графикон бр. 5.29

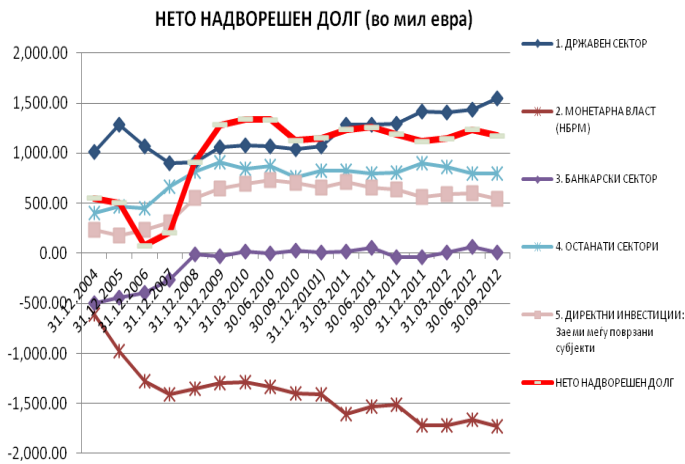


Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

<sup>197</sup> ММФ, исто така, врши пресметка на овие индикатори, кои поради различната методологија, во извесен дел се разликуваат од истите пресметани од НБРМ. Достапни во IMF Country Report No. 10/19: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr1019.pdf> и IMF Country Report No. 12/133, June 2012: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12133.pdf>

Надворешниот долг на Македонија бележи значајно зголемување, почнувајќи од 2007/2008, што главно се должи на трендот на зголемување на задолжувањето на државниот сектор, додека во останатите сектори, по иницијалното зголемување на долгот кон странство во периодот 2006-2009 г., во периодот што следува – стагнира (види графикон бр.5.30). Оттука, во последните години, во услови на глобална криза, задолжувањето на државата во странство стана значаен извор на средства за покривање на јавните расходи, споредено со домашното задолжување (види графикони бр. 5.32 и 5.33).

Графикон бр.5.30



Графикон бр.5.31



### Извор НБРМ

Ова може наједноставно да се прикаже со учествата на задолжувањето во странство и домашното задолжување како процент од вкупните јавни приходи во буџетот – задолжувањето во странство е скоро десеткратно зголемено, од 1,1% во 2004 г. на 10,2% во 2013 г. или во апсолутен износ од 2.067.910.666 ден. во 2004 г. на 18.519.688.000 ден. во 2013 г. (интересен податок е доколку се погледне задолжувањето во странство по глава на жител кое од 1.034 ден. во 2004 г. е зголемено на 9.259 ден. во 2013 г.); задолжувањето на домашниот пазар е скромно и се движи од 1 до 2% од вкупните приходи во буџетот со исклучок на периодот 2009-2010 г. кога функционирањето на меѓународните пазари на капитал беше нарушено (цената на тој капитал е исклучително висока) што ја натера државата да се сврти кон задолжување на домашниот пазар во износ од 6.095.789.104 ден. во 2009 г. (3,4% од вкупните приходи во 2009 г. и 3,7% од вкупните приходи во 2010 г.).

Графикон бр. 5.32



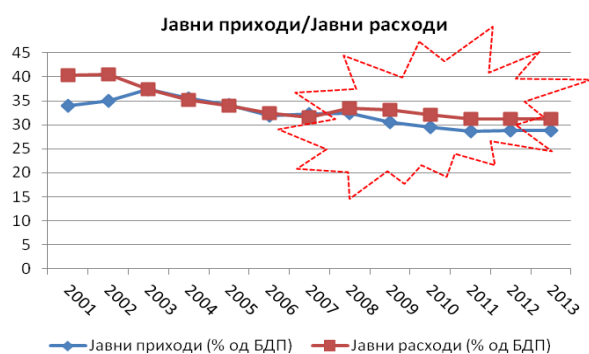
Графикон бр. 5.33



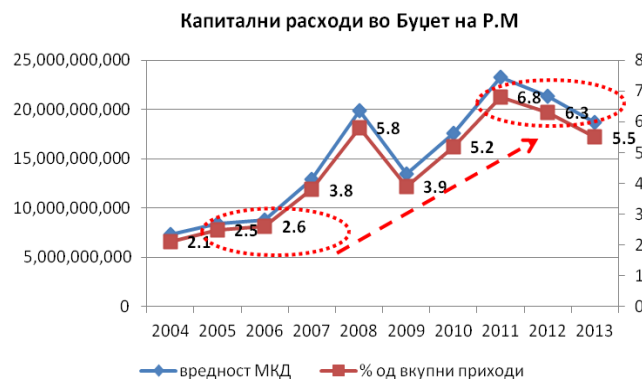
Извор: ЦЕА портал за Буџет на Р.М: <http://www.mkbudget.com.mk/prihodi/list> (извор: Буџети на РМ)

Македонија го следеше примерот на голем број економии во светот дека кризата претставува можност преку зголемување на јавните расходи за капитални инвестиции да го зголеми потенцијалот на економијата за раст во иднина и на тој начин да излеземе посилни од кризата. Оттука, доколку го погледнеме учеството на капиталните расходи во вкупните расходи во буџетот, ќе видиме дека оваа развојна компонента значајно го зголемила своето учество – односно од 2,6% учество во вкупните расходи во 2006 г. овој износ пораснал на 6,3% во 2012 г.<sup>198</sup> (види графикон бр. 5.35). Ова ја покажува определбата за фискална поддршка на инвестициониот циклус (посебно преку стимулирање на секторот градежништво), зголемување на економската активност и вработеноста.

Графикон бр. 5.34



Графикон бр. 5.35



International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012 (проценки по 2011 г.)

Извор: ЦЕА портал за Буџет на Р.М: <http://www.mkbudget.com.mk/prihodi/list> (извор: Буџети на РМ)

<sup>198</sup> Тука детално нема да навлегуваме во потенцијалот за иден развој создаден со зголемувањето на капиталните расходи – еден пример е проектот „Скопје 2014“ за реконструкција на ликот на централното градско подрачје кој крена многу прашина, а чиешто финансирање има влијание на висината на капиталните расходи.



Главниот одговор на фискалната политика во Македонија по примерот на дискреционите пакети во САД (ARRA), ЕУ (EERP) и другите земји ширум светот беше донесувањето и имплементирањето на пет пакети на антикризни мерки кои требаше да ѝ помогнат на македонската економија да се справи со кризата. Во продолжение ќе биде елаборирана структурата на секој од антикризните пакети со цел да видиме каде бил фокусиран фискалниот одговор во услови на глобалната криза<sup>199</sup>.

**Прв пакет антикризни мерки** - Во ноември 2008 г. беше донесен првиот пакет антикризни мерки чијшто фискален стимул изнесуваше 330 мил. евра. Најголем дел од мерките во овој пакет беа насочени кон претпријатијата со нарушена ликвидност и проблеми со исплаќање на своите обврски кон државата. Според тоа, овие мерки, иако нудеа извесно олеснување за целната група претпријатија (иако одливот на средства за плаќањето на обврските кои имаат овластувања, исто така, ја загрозува ликвидносната позиција на овие компании кои се соочуваат со тешкотии), исто така, создаваа двоен аршин за претпријатијата кои успешно ги сервисирале своите обврски, а на кои во овој момент им беше неопходна поддршка/ликвидност за да го ублажат ударот на кризата.<sup>200</sup>

- ✓ Отпишување на неплатените тековни обврски за здравствено осигурување, на компаниите кои редовно и навремено ќе им го плаќаат здравственото осигурување на вработените во следните четири години;
- ✓ Отпишување на целата акумулирана камата по обврските за социјално осигурување доколку компанијата ја исплати главнината од долгот;
- ✓ Отпишување на целата акумулирана камата за неплатените даночни обврски доколку компанијата ја исплати главнината од долгот (ДДВ, данок на доход, данок на имот);
- ✓ Овозможување за одложено плаќање на даночните обврски доколку компанијата го обезбеди долгот со банкарска гаранција 100% или компанијата понуди хипотека во вредност од 250% од долгот;
- ✓ Ослободување на компаниите од обврската за плаќање данок на доход доколку целокупниот годишен профит е задржан во рамките на компанијата (ако не се исплатени дивиденди);
- ✓ Намалување на царините (на 498 ставки);
- ✓ Намалување на стапките за оданочување на доходот на индивидуалните фармери;
- ✓ Одложување на спроведувањето на Законот за платен промет за период од една година, за компаниите со блокирани сметки;

---

<sup>199</sup> Презентирана ќе биде структурата и фокусот на секој од антикризните пакети додека поединечната ефикасност/резултат од секоја од мерките нема да биде елаборирана, од причина што не постојат детални извештаи за следење на напредокот од мерките/реформите направени во услови на криза, а доколку се обидеме да го направиме истото, ќе се соочиме со ризик од предимензионирање на докторската дисертација и со обем на работа доволен за неколку докторски дисертации.

<sup>200</sup> Види поопширно: Center for Economic Analyses, „Review of the measures of the Macedonian government against the global economic crisis“, March 2009

- ✓ Трансформирање на даночните побарувања од државата во сопственички удели во некои компании каде што државата веќе поседува доминантна сопственост;
- ✓ Намалување на новогодишното трошење на Владата за 2008 г.

**Втор пакет антикризни мерки** – Вториот пакет антикризни мерки беше донесен во март 2009 г. и претставуваше седумгодишна нова инвестициска програма 2009-2016 со која е планирано да се реализираат голем број крупни стратешки инфраструктурни проекти во енергетиката, транспортот, екологијата, образованието и културата. Овој, втор антикризен пакет, кој е во духот на кејнзијанската филозофија за реализација на крупни инфраструктурни проекти од страна на државата, имаше за цел стимулирање на развојот (и потенцијалот за развој) на долг рок, подигнување на конкурентноста на македонската економија, како и подобрување на квалитетот на живеење на граѓаните. Во рамките на антикризниот пакет Владата најави 3,85 милијарди евра инвестиции во енергетската сфера, од кои: 250 милиони буџетски средства, една милијарда задолжување и 2,6 милијарди евра од концесии и приватно јавно партнерство; во патната инфраструктура беше планирано да се вложуваат 2,6 милијарди евра, додека за изградба на социјални станovi веќе беа обезбедени 34 милиони евра. Овој антикризен пакет беше планирано да изнесува 8 милијарди евра и опфаќаше неколку крупни проекти како што се<sup>201</sup>:

- ✓ Инвестирање во енергетскиот сектор со повеќе од 30 стратешки проекти (рудници, електрични и гасни центри итн.);
- ✓ Проекти за развој на транспортната инфраструктура, како што се патишта и железници;
- ✓ Проекти за водоводна и комунална инфраструктура за 300.000 луѓе на 400 локации;
- ✓ Проекти од областа на животната средина за Дојранското Езеро и реката Вардар;
- ✓ Изградба на социјални станovi (1.110) во периодот 2009-2012 г.;
- ✓ Градење спортски сали и терени;
- ✓ Изградба на нов универзитет за информатичка технологија во Охрид, нов студентски дом во Аеродром и 93 нови училишта за цела Македонија.

**Трет пакет антикризни мерки** – во април 2009 г. Владата го усвои третиот пакет кој опфаќаше 70 антикризни мерки кои се однесуваа на три сегменти. Овие мерки беа наменети за охрабрување на фискалното штедење, поддршка на извозот и увозот и за субвенционирање/поддршка на малите и средните бизниси<sup>202</sup>:

- 1) **Ребаланс на буџетот** со цел да се изврши прилагодување на приходите и расходите и нивно сообразување со ревидираните макроекономски претпоставки. Во целина, буџетот беше намален за околу 9% со цел да им се испрати порака на економските субјекти дека се води претпазлива фискална политика која е во границите на проектираното ниво на дефицит од 2,8% од БДП. Позначајни мерки во насока на намалување на буџетските трошоци, кои беа дел од пакетот, опфаќаа: времена забана за нови вработувања во 2009 година во државната администрација, одложување на 10-процентното зголемување на платите во државната администрација и јавниот сектор, намалување на ставката за тековни

<sup>201</sup> Извор: Влада на Р. Македонија, достапна на: <http://arhiva.vlada.mk/?q=book/export/html/2414>

<sup>202</sup> Види детално: Влада на Р. Македонија, достапно на <http://arhiva.vlada.mk/?q=node/2749>. Исто така, Годишен извештај на НБРМ за 2010 г., стр. 74. Достапен на: [http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Godisen\\_izvestaj\\_2010.pdf](http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisen_izvestaj_2010.pdf)

расходи кај сите буџетски корисници во просек за 16%, контрола на вработувањата преку агенциите за времени вработувања, намалување на трошоците за репрезентација, реклами и спонзорства кај сите буџетски корисници, дел од проектите на Владата во делот на капиталните расходи се пролонгираат, односно добиваат нова динамика на реализација и исплата итн.

2) Мерки за кредитна поддршка на претпријатијата односно директна поддршка на малите и средните претпријатија од извозниот сектор и од останатите сектори на економијата:

- ✓ Програма за кофинансирање и гаранции за долгорочни инвестициски кредити и субвенционирање на камата;
- ✓ Програма за кофинансирање и гаранции за кредити за обртни средства и субвенционирање на камата;
- ✓ Програма за субвенционирање на камати за краткорочни кредити за обртни средства;
- ✓ Програма за гаранции.

3) Други мерки за поддршка на претпријатијата

- ✓ Владата донесе 54 мерки за поедноставување на царинското работење и побрз проток на стоките на граница, во рамки на Регулаторната гилотина II фаза;
- ✓ Врз основа на консултациите со стопанските комори, Владата прифати десетина мерки предложени од нивна страна;
- ✓ Во транспортниот сектор, за поддршка на превозниците, Владата прифати дел од мерките предложени од „Макамтранс“ (Асоцијацијата на независни синдикати на транспортери на Република Македонија)

**Четврт пакет антикризни мерки** – четвртиот пакет антикризни мерки беше донесен во март 2010 г. и се состоеше од 24 мерки доминантно насочени кон даночната политика, кредитната политика, земјоделството, градежништвото, социјалната политика итн. Поради големиот број мерки и нивниот опфат, во продолжение ќе се обидеме да претставиме дел од нив<sup>203</sup>:

- ✓ Измена во условите за користење на кредитната линија од ЕИБ и МБПР: лимитирање на каматната стапка за првата година на 6%, лимитирање на максималната камата од втората година до 7,5%; промена на износот на поединечниот кредит наменет за крајните корисници (микро до 40.000 евра, мали до 400.000 евра, средни до 3.500.000 евра); проширување на опфатот со тоа што и трговските компании ќе имаат можност да конкурираат за кредитот.
- ✓ Измена и дополнување на Законот за ДДВ: можност за доставување периодичен финансиски извештај од банкарските сметки во електронска форма до Управата за јавни приходи; раздвојување на денот на плаќањето на обврските по бруто-плати и придонеси, со обврските за даноци и ДДВ од 15-ти на 25-ти во тековниот месец; подигнување на прагот за регистрација на даночните обврзници за ДДВ од 1,3 милиони на 2,0 милиони денари.

---

<sup>203</sup> Види детално Влада на Р. Македонија, достапно на <http://arhiva.vlada.mk/?q=book/export/html/5118>. Исто така, види: <http://www.finance.gov.mk/node/1435> и <http://www.vicemanager-ekonomija.gov.mk/?q=node/118>

- ✓ Олеснување на критериумите за добивање финансиска поддршка согласно Програмата за финансиска поддршка на земјоделството за 2010 година за користење финансиски средства.
- ✓ Намалување на надоместокот за приватизација на градежното земјиште кај правните лица за 30%.
- ✓ Воведување Кредитна линија за поддршка на микро, мали и средни трговски друштва со гарантна шема од страна на МБПР, со вкупно средства од 15 милиони евра.
- ✓ Донесување Закон за основање Агенција за странски инвестиции на РМ и промоција на извозот.
- ✓ Спречување увоз на производи кои не се произведени по одредени стандарди (НАССАР, СЕ) со цел да се заштитат домашните производители и потрошувачи.

Понатаму беше овозможено: откуп на станови во државна сопственост од страна на носители на станарско право, а кои имаат долг по основ на неплатени закупнини; продолжување на рокови за обезбедување одобрение за градење за објекти од 1. и 2. категорија – 10 години, од 3. категорија – 6 години и од 4. и 5. категорија – 4 години; продолжување рокови за обезбедување одобрение за градење од една на две години; изградба на повеќе придружни натпатници на Коридор 8 и Коридор 10; воспоставување фонд на земјоделско земјиште за плодоуживање наменет за доделување на невработени лица кои живеат во рурални средини; овозможување еднаков третман на сите стопански комори регистрирани во РМ во однос на царинската постапка; скратување на постапката за денационализација итн.

**Петти пакет антикризни мерки** - во јуни 2012 г. Владата излезе со нов пакет антикризни мерки кои, за разлика од претходните пакети, беа насочени кон директно намалување на невработеноста (првите четири мерки), подобрување на состојбата на социјално ранливите групи и на стандардот на граѓаните, како и обезбедување дополнителни средства за компаниите<sup>204</sup>.

- ✓ Програма за вработување на 4.000 лица, односно Програма за јавни работи и вработување на 2.000 лица, со можност за вработување на уште 2.000 лица преку општините;
- ✓ 1.000 нови вработувања со кредитирање на фирмите;
- ✓ Програма за 1.000 нови вработувања преку обука за познат работодавач; Доделување 850 хектари државно земјиште на плодоуживање на социјално необезбедени лица;
- ✓ Обезбедување нови 10,7 милиони евра за финансирање мали и средни фирми од преработувачката индустрија преку докапитализација на Македонската банка за поддршка на развојот;
- ✓ Летен/зимски одмор за 3.000 деца од социјално ранливи семејства;
- ✓ Ваучери за компјутери за апсолвенти на државните универзитети кои се од семејства - корисници на социјална помош;
- ✓ Зголемување за 100 денари на надоместокот за енергетска сиромаштија;
- ✓ Легализација на нерегистрирани трактори и тракторски приколки;
- ✓ Попуст во театрите, музеите, опера, филхармонија, балет за социјално ранливите групи;

<sup>204</sup> Види: Влада на Р. Македонија „Владата донесе нов пакет економски и социјални мерки“, Соопштение за печат, јуни 2012. Исто така, види: „Policy brief about the 2012 measures of the government of Macedonia against the global crisis“, Center for Economic Analyses (CEA), June 2012

- ✓ Легализација на објекти за земјоделска намена, кои се бесправно изградени на земјоделско земјиште;
- ✓ Продолжување на рокот за увоз на автобуси со ЕУР 2 за дополнителни шест месеци, од август 2012 до февруари 2013.

### **Одговор на фискалната политика во услови на криза во Македонија**

- ✓ Добрата фискална позиција што ја имаше Македонија во почетната фаза од кризата придонесе фискалниот простор за дејствување на фискалната политика да биде покомотен и ефектите од неа за ублажување на кризата да бидат позначајни;
- ✓ Македонија во периодот пред кризата водеше ниски буџетски дефицити почнувајќи од 2003 г. до 2007/2008 г. во споредбата со земјите од регионот;
- ✓ Македонија во 2008 г. го намали нивото на јавен долг на само 20,6% од БДП, споредено со 2005 г. кога тој изнесуваше 39,5% од БДП со што до денес остана со најниско задолжување споредено со земјите од регионот и пошироко, со еврозоната;
- ✓ Македонија се задолжи под поволни услови на глобалните пазари на капитал (пред да се влошат условите) со издавањето на првата македонска еврообврзница во 2005 г. што беше искористено за отплата на главницата кон Лондонскиот клуб на кредитори; во 2009 г. беше издадена нова еврообврзница, но сега под многу понеповолни услови - нејзината каматна стапка беше скоро два пати поголема од онаа во 2005 г. и изнесуваше 9,875% на годишно ниво;
- ✓ Посебно е значајна активноста на фискалната политика во државата непосредно пред кризата (почнувајќи од 2007 г.) насочена кон создавање услови за повисок економски раст преку поттикнување на агрегатната понуда и побарувачка: во 2007 г. беа донесени главните законски реформи со кои се вовеле рамен данок; се вовеле даночно ослободување во висина на износот на реинвестираната добивка; кај ДДВ се вовеле повластена даночна стапка од 5% за определени производи; во јули 2008 г. беше донесена мерка со која социјалните придонеси за периодот 2009 – 2011 се намалија за 10%, односно од 32% на 22%<sup>205</sup>;
- ✓ Потребата за финансиски средства во 2009 г. придонесе за значајно зголемување на каматната стапка на тримесечните државни записи во јуни 2009 г. кога достигна ниво од 9,35%;
- ✓ Во периодот пред кризата во услови на сè уште позитивен производствен јаз, фискалниот импулс е значаен и процикличен, во следната, 2009 г., во екот на кризата била водена контрациклична фискална политика со цел стабилизирање на економскиот циклус и намалување на ефектите од кризата, додека во услови на отежнато финансирање, негативното влијание на автоматските стабилизатори во следната, 2010 г., следува зајакнување на фискалната позиција/намалување на нејзината контрацикличност;
- ✓ Реакција/одговор на глобалната економска криза претставува промената на трендот на ниските буџетски дефицити и нивно зголемување – од 0,9% во 2008 г. на 2,5% во 2009 г., ниво кое приближно се одржува до денес;
- ✓ Задолжувањето на државата во странство стана значаен извор на средства за покривање на јавните расходи, споредено со домашното задолжување - задолжувањето во странство е скоро десеткратно зголемено, од 1,1% во 2004 г. на 10,2%, во 2013 г. од вкупните приходи;
- ✓ Учеството на капиталните расходи во вкупните расходи во буџетот како развојна компонента значајно се зголеми – односно од 2,6% учество во вкупните расходи во 2006 г. овој износ пораснал на 6,3% во 2012 г.;
- ✓ Поткрепа за фискалната политика претставува новиот аранжман за финансиска поддршка склучен со ММФ во јануари 2011 г. во форма на новиот инструмент на ММФ – Кредитна линија на претпазливост (КЛП);
- ✓ Владата на Р. Македонија донесе пет антикризни пакети кои имаа за цел ублажување на ефектите од кризата, зголемување на потенцијалот за раст на економијата, подобрување на стандардот на живеење и заштита на ранливите групи:
- Во ноември 2008 г. беше донесен првиот пакет антикризни мерки чијшто фискален стимул

<sup>205</sup> Види поопширно: <http://www.vicpremier.gov.mk/?q=node/248>

изнесуваше 330 мил. евра, мерките во овој пакет доминантно беа насочени кон претпријатијата со нарушена ликвидност и со проблеми со исплаќање на своите обврски кон државата;

- Во март 2009 г. беше донесен вториот антикризен пакет кој претставуваше седумгодишна нова инвестициска програма 2009-2016 со која е планирано да се реализираат голем број крупни стратешки инфраструктурни проекти во енергетиката, транспортот, екологијата, образованието и културата. Овој пакет имаше за цел стимулирање на развојот на долг рок, подигнување на конкурентноста на македонската економија, како и подобрување на квалитетот на живеење на граѓаните.
- Во април 2009 г. беше донесен третиот пакет кој опфаќаше 70 антикризни мерки кои се однесуваа на три сегменти: охрабрување на фискалното штедење и ребаланс на Буџетот, поддршка на извозот и увозот и субвенционирање/поддршка на малите и средните бизниси;
- Во март 2010 г. беше донесен четвртиот пакет антикризни мерки кој се состоеше од 24 мерки (повеќе изгледаа како реформи) доминантно насочени кон даночната политика, кредитната политика, земјоделството, градежништвото, социјалната политика итн.;
- Во јуни 2012 г. беше донесен најновиот пакет антикризни мерки (составен од 12 мерки) кој за разлика од претходните пакети, беше насочен кон директно намалување на невработеноста (првите четири мерки), подобрување на состојбата на социјално ранливите групи и стандардот на граѓаните, како и обезбедување дополнителни средства за компаниите.

### **5.3. Одговор на монетарната политика на Глобалната економска криза**

Режимот на фиксен девизен курс, што го спроведува НБРМ, ги поврзува монетарните акции кои се применуваат, со состојбата и движењето на девизните резерви (стабилноста на девизниот курс) која ги рефлектира движењата на инфлацијата, економската активност, движењата во екстерниот сектор, дејствувањето на фискалната политика и очекувањето на економските субјекти. Според тоа, секој притисок на девизниот курс (сидрот на ценовната стабилност) изнудува интервенции од монетарната политика за елиминирање на притисоците и стабилизирање на состојбите на девизниот пазар. Ова треба да го имаме предвид при анализирање на одговорот на монетарната политика во Македонија во услови на Глобалната економска криза. Оттука, генералниот преглед на монетарниот одговор од НБРМ на глобалната криза нè упатува на заклучокот дека монетарниот одговор на глобалната економска криза во Македонија може да се подели на два дела кои соодветствуваат на два периоди (види графикони бр. 5.36 и 5.38):

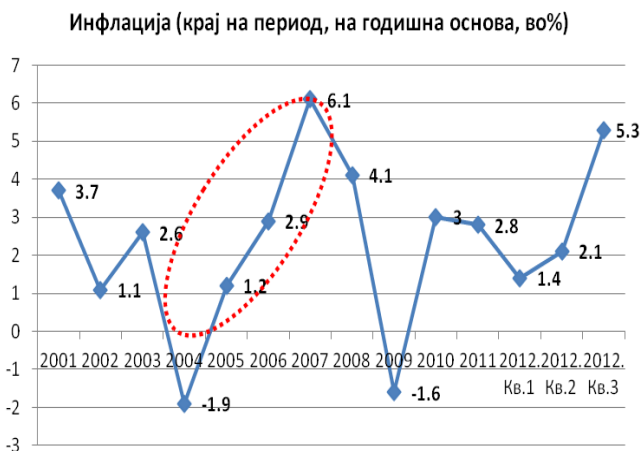
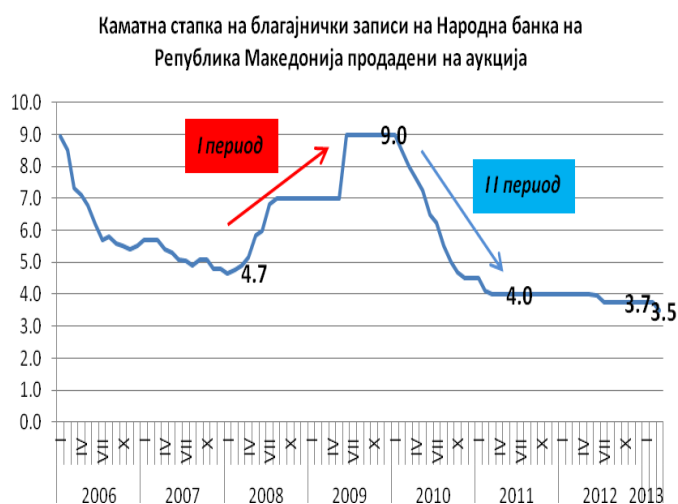
- ✓ Првиот период кој започна во последниот квартал од 2007 г. и траеше некаде до почетокот на 2009 г., во кој имаше значајни нагорни притисоци на нивото на цените и големи притисоци врз девизниот курс, предизвика неповолен амбиент за водење монетарна политика и беше причина за водење рестриктивна монетарна политика;

- ✓ Вториот период продолжи во втората половина на 2009 (екот на глобалната криза), кога се намалија притисоците врз девизниот курс и ослабеа инфлаторните притисоци, се стабилизираа очекувањата на економските субјекти, движењата во екстерниот сектор се подобрија со што се создадоа услови за релаксирање на монетарната политика (НБРМ се придружи на најголемиот број централни банки во светот чијашто политика беше веќе релаксирана).

Со цел појасно претставување на случувањата во споменатите периоди, а посебно за појасно диференцирање на мерките на монетарната политика што беа преземени, во продолжение најпрвин накратко ќе бидат елаборирани случувањата и тенденциите кои ги карактеризираа двата спомнати периоди, а по секој период ќе бидат прикажани мерките што ги спроведуваше НБРМ како одговор на тие економски случувања.

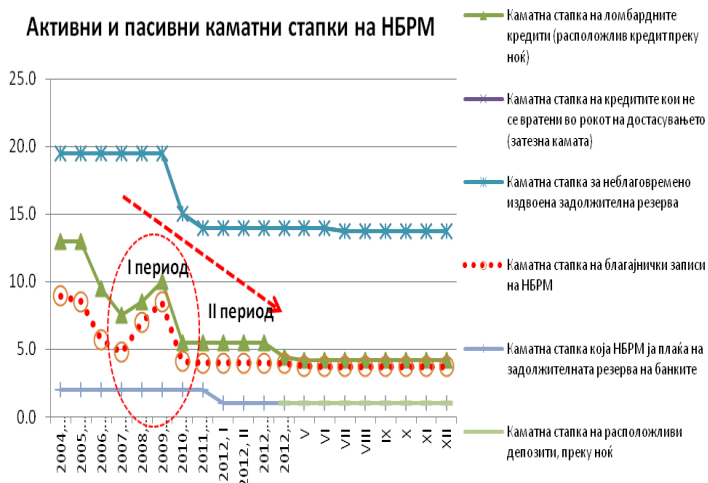
Графикон бр. 5.36

Графикон бр. 5.37



Графикон бр. 5.38

Графикон бр. 5.39



Извор: НБРМ

**Првиот период** – Во преткризниот период монетарната политика во Македонија се спроведуваше во поволен и релаксиран макроекономски амбиент, кој го карактеризираа позитивни стапки на раст на БДП, ниски стапки на инфлација, поволни движења во екстерниот сектор (зголемена извозна активност, позитивни движења кај портфолио и СДИ, високи приливи од приватни трансфери – намален платнобилансен дефицит), стабилен банкарски сектор, континуирана кредитна експанзија на банкарскиот сектор, прудентна фискална политика (дел од овие движења веќе беа анализирани во делот кој се однесуваше на ефектите и трансмисијата на кризата)<sup>206</sup>. Со цел да се одржи главната цел на НБРМ и да се одржи стабилноста на номиналниот девизен курс во овој период преку девизните трансакции, НБРМ костантно вршеше висок откуп на девизи на девизниот пазар. Меѓутоа, првите сигнали за промените што следуваа почнаа да се назираат во втората половина на 2007 г. кога стапката на инфлација почна да се интензивира како резултат на зголемениот пораст на цените на храната, што претставуваше резултат на глобалните трендови. Посебно беа евидентни притисоците за депрецијација на домашната валута во последниот квартал од 2007 г. како резултат на влошената платно билансна состојба, доминантно како резултат на одливот на девизните средства за користење девизни права за портфолио инвестиции. Ова ги претставуваа првите ефекти од глобалната економска (во тоа време хипотекарна/финансиска) криза кои се одразија врз побарувачката за финансиски инструменти на глобалните финансиски пазари (вклучувајќи ги и земјите кои директно не беа инволвирани во мрежата на токсични хартии од вредност), како резултат на зголемената неизвесност на глобалните финансиски пазари, намалување на ликвидноста, пораст на цената на капиталот, зголемување на аверзијата кон ризик.

Вистинските притисоци кои го привлекоа вниманието на монетарната политики и беа причина за нејзино дејствување во насока на затегање се случуваа во текот на 2008 г. (посебно во првите два квартала) како резултат на негативните економски/финансиски случувања кои ја потресоа македонската економија<sup>207</sup>: продолжи трендот од 2007 г. на забрзан раст на цените на храната и енергијата, домашната побарувачка додаваше масло на огнот, инфлацијата продолжи да расте, портфолио-инвестициите беа значајно намалени, приватните трансфери исто така се намалија, домашната побарувачка бавно се приспособуваше и сè уште придонесуваше за влошување на условите на размената и продлабочување на трговскиот дефицит што почна

---

<sup>206</sup> Види поопширно во годишните извештаи на НБРМ за 2005, 2006 и 2007 г.: <http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=31460AE7ECA4DE4585DC1FA67A807D0A>

<sup>207</sup> Види детално за монетарните движења во овој период во Годишниот извештај на НБРМ за 2008 г. стр. 80-120, достапен на: [http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen\\_izvestaj\\_20085.pdf](http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_20085.pdf)



значајно да ги засилува притисоците на девизниот пазар. Иако одлучните акции (ќе бидат елаборирани подолу) што ги презеде НБРМ и остварените капитални приливи придонесоа за стабилизирање на состојбата на девизниот пазар во третиот квартал и посебно при крајот на годината во услови на ескалирање на економска ситуација на глобално ниво, стравот од прелевање на ефектите во македонската економија и загриженоста за стабилноста на банкарскиот систем и домашната валута предизвикаа значајни психолошки притисоци кои дополнително придонесоа психолошкиот канал да биде причина за зголемената побарувачка на девизи. За да ја доловиме силата на притисокот кој постоеше на девизниот пазар врз вредноста на домашната валута, ќе го наведеме податокот дека од третиот квартал на 2007 г. до вториот квартал на 2008 г. девизните резерви беа намалени за 1/4, поточно за 485,4 мил. евра (види графикон бр. 5.39). Овие тенденции со променливо темпо продолжија и во првата половина на 2009 г., кога неизвесноста и ризиците кои беа последица на глобалната економска криза продолжија да се ефектуираат врз монетарните позиции во домашната економија, предизвикувајќи сериозни притисоци за депрецијација на домашната валута и ја принудија НБРМ во првата половина од годината да интервенира со нето-продажба на девизи.

Ефикасноста на мерките на монетарната политика, намалената неизвесност околу глобалните случувања, прилагодувањето на увозната побарувачка, како и попозитивните предвидувања за надворешната позиција на земјата во периодот кој следуваше (почнувајќи од втората половина на 2009 г.) значајно ги елиминираа притисоците на домашната валута и создадоа основа за промена на монетарната политика во насока на нејзино релаксирање. Елаборираните движења и тенденции во првиот период (непосредно пред кризата и во услови на криза), посебно силните притисоци на општото ниво на цени и на девизниот курс, почнувајќи од крајот на 2007 г. па сè до почетокот на 2009 г., беа причина НБРМ да спроведе низа мерки и промени во својот инструментариум/монетарна политика со цел да ги стабилизира очекувањата на економските субјекти, да придонесе за намалување на увозните притисоци, да ја стабилизира состојбата на девизниот пазар, да ја одржи стабилноста на финансиските сектори и да ја оствари главната цел – одржување стабилно ниво на цени. Во продолжение, накратко ќе биде елабориран главниот одговор на монетарната политика на економските случувања и на тенденциите во овој период.

Релаксираниот макроекономски амбиент пред кризата, кој го карактеризираше кредитна експанзија на банкарскиот сектор, структурниот вишок на денарска ликвидност во услови на плиток финасиски пазар и сиромашно портфолио на хартии од вредност што ги поседуваа

банките (високи преференции за вложување во благајнички записи) беше причина НБРМ да преземе низа промени во поставеноста на своите инструменти со цел да се отстранат овие аномалии:

**Предвечерие на кризата –  
релаксиран  
макроекономски амбиент**

- ✓ На 11 јануари 2005 г. НБРМ стапи на сила одлуката на НБРМ за зголемување на стапката на задолжителна резерва на денарските и девизните депозити од 7,5% на 10% со цел намалување на структурниот вишок на денарска ликвидност и повисока покриеност на краткорочните девизни обврски со ликвидни средства.
- ✓ Со цел стимулирање на секундарниот пазар на хартии од вредност и на меѓубанкарскиот пазар на пари, за намалување на влијанието на НБРМ на примарниот пазар на хартии од вредност беа направени низа промени во поставеноста на главниот инструмент на монетарната политика (благајничките записи) – на 20 јануари 2005 г. беа укинати секојдневните аукции на благајнички записи со рок на достасување од 7 дена и продолжија да се одржуваат два пати неделно; на 9 март 2005 г. по стабилизирање на движењата на девизниот пазар НБРМ ги укина благајнички записи со рок на достасување од 7 дена. Како резултат на поволните макроекономски движења кон крајот на 2005 г. (26 октомври 2005 г.) се создадоа услови за НБРМ да премине од „тендер со износи“ кон аукции на благајнички записи по принципот „тендер со каматни стапки“ што овозможува пазарно формирање на каматните стапки (во случајот – нивно намалување).
- ✓ Со цел промовирање на репо-операциите и зголемување на сигурноста на одобрените парични средства, НБРМ кон крајот на септември 2005 г. донесе одлука со која одобрувањето ломбарден кредит го замени со расположлив кредит преку ноќ, кој се одобрува како репо-трансакција. Исто така, дневното пречекорување кое им се одобрува на банките за одвивање на дневниот платен промет беше заменето со интрадневно репо.
- ✓ Во насока на редуцирање на структурниот вишок на ликвидност во периодот, односно негово стерилизирање на подолг рок, на 7 март 2006 г. НБРМ, во договор со Министерството за финансии, започна со издавање државни записи за монетарни цели со рок на достасување од 3 месеци. Овој инструмент, покрај намената за стерилизација на ликвидноста, овозможи и фокусирање на инвеститорите на пазарот на краткорочни хартии од вредност, овозможува

поефикасен менаџмент со ликвидноста и подобрување на трансмисиониот механизам на монетарната политика.

- ✓ Планираното издавање државни записи за монетарни цели одеше паралелно со намалувањето на фреквенцијата на одржување аукции на благајнички записи со цел насочување на побарувачката кон новиот инструмент. За таа цел, во февруари 2006 г. НБРМ го намали одржувањето аукции за благајнички записи од два пати на еднаш неделно.
- ✓ Во текот на 2006 г. со цел прилагодување на каматната стапка на ломбардните кредити со пазарните каматни стапки, таа беше два пати намалена, по што се сведе од 13% на 9,5%, а во мај 2007 г. беше понатаму намалена на нивото од 7,5%.
- ✓ Со цел еднаков третман и широк опфат на обврските во билансите на банките, НБРМ во декември 2007 г. донесе одлука за задолжителна резерва на банките (која стапи на сила во февруари 2008 г.), со која се прошири основата за пресметување на обврската за задолжителна резерва со вклучување на нови категории на сметки од билансите на банките.
- ✓ Во декември 2007 година НБРМ донесе одлука која почнува да важи од јануари 2008 г. со која се врши целосна либерализација на купувањето хартии од вредност од страна на нерезиденти односно се укинуваат девизните права и останатите обврски за портфолио вложувања од страна на нерезиденти во земјава (согласно обврските од Спогодбата за стабилизација и асоцијација помеѓу Р.М и ЕУ).

**Одговор на првите  
ефекти од глобалната  
криза – монетарно  
затегање**

Специфичните околности кои своите почетоци ги влечеа уште од крајот на 2007 г., во 2008 година се засилија и изнудија одговор од страна на монетарната политика кој беше фокусиран на елиминирање на силните притисоци на девизниот пазар и стабилизирање на инфлацијата и инфлациските очекувања на економските субјекти:

- ✓ Значајниот одлив на девизи и очекуваниот пораст на цените беше причина НБРМ во февруари 2008 г. да премине од „тендер со каматни стапки“ на „тендер со износи“. Покрај тоа НБРМ премина кон неколкукратно зголемување на каматната стапка на благајничките записи во 2008 г. И тоа од 5,08% на 5,25% во февруари; од 5,25% на 6% во март; од 6% на 7% во мај. Исто така, во јуни 2008 г. беше донесена одлука за зголемување и на каматната стапка на ломбардниот кредит од 7,5% на 8,5%. Трендот на зголемување на каматната стапка на благајничките записи и ломбардниот кредит продолжи и во првата половина од

2009 г. Во март 2009 г. каматната стапка на благајничките записи беше зголемена од 7% на 9%, додека каматната стапка на ломбардниот кредит од 8,5% на 10,5%.

- ✓ Инфлациските притисоци и притисоците на девизниот пазар и другите макроекономски нестабилности комбинирани со притисоците од банкарскиот сектор, преку пребрзиот раст на кредитирањето, беа причина за донесување Одлука за задолжителен депозит кај НБРМ, којшто банките требаше го издвојуваат доколку кредитирањето на населението ги надминува поставените стапки на пораст на овој вид кредитирање. Банките и штедилниците се обврзуваат да држат задолжителен депозит кај НБРМ доколку нивниот раст на кредитирање на населението надминува 40% годишно (на крајот на декември 2008 г.). Издвојувањето се врши месечно, за износот за кој е пречекорена пропишаната стапка. НБРМ плаќа камата на издвоениот износ од 1% годишно. Во декември 2008 г. важноста на оваа одлука беше продолжена и за 2009 година.
- ✓ Во мај 2009 г. беше усвоена нова одлука за задолжителна резерва со која беше зголемена стапката за издвојување на задолжителна резерва за обврските на банките во девизна валута (која стапува во сила во јули 2009 г.) кога се зголемува стапката на обврските во странска валута од 10% на 11,5% (и подоцна во август 2009 г. од 11,5% на 13%) и на стапката на обврските во домашна валута со валутна клаузула од 10% на 20%. Со оваа одлука им се дозволи на банките да можат целосно да ги користат средствата издвоени за задолжителната резерва за покривање на дневните ликвидносни потреби. Во октомври 2009 г. НБРМ донесе одлука со која беше пропишана стапката на надомест, на задолжителната резерва во евра, да изнесува 0,10% на годишна основа.

#### Макропрudentни политики за одговор на кризата

*Како што ефектите од глобалната криза земаа се поголем замав исто така се појавуваше се поголема потреба од мерки кои ќе ја одржуваат стабилноста и ликвидноста на финансискиот/банкарскиот притисок и со тоа ќе ја сочуваат стабилната макроекономска околина во државата (овие мерки почнуваат да важат од 01.01.2009 г.)<sup>208</sup>.*

- ✓ *За намалување на кредитниот ризик на банкарскиот сектор од кредитирањето на населението и намалување на кредитната експанзија, НБРМ во март 2008 г. со измени во одлуката за утврдување на адекватност, го зголеми пондерот на ризичност на искористени пречекорувања врз основа на тековни сметки и искористени кредити врз основа на кредитни картички од страна на физички лица.*
- ✓ *Со цел намалување на ризиците кои ги носи глобалната економска криза во насока на ликвидносните проблеми со кои се соочуваа голем број финансиски институции во*

<sup>208</sup> Види детално во Годишниот извештај на НБРМ за 2008 г. стр. 88-89, достапен на: [http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen\\_izvestaj\\_20085.pdf](http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_20085.pdf)

светот, НБРМ вовведе обврска за банките да одржуваат минимално ниво на ликвидни средства за покривање на обврските кои достасуваат во наредните 30 и 180 дена (посебно во девизи и денари).

- ✓ Со цел избегнување на ризикот од пласирање на девизните средства на банкарскиот сектор во странство во услови на глобално финансиско цунами, беше донесена одлука за девизен депозит со која банките можеа да ги депонираат девизните средства во НБРМ по каматни стапки еднакви на оние од централните банки во еврозоната или во меѓународните финансиски институции.
- ✓ Со измени на Одлуката за изложеност се предвидува изложеноста на домашните банки кон странските првокласни банки да се вклучува во лимитите на изложеност во полн износ наместо досегашната практика од 20%.
- ✓ Одлука за определување на видот на хартиите од вредност кои овластените банки можат да ги купуваат и продаваат во странство, којашто обезбедува зголемување на најнискиот дозволен долгорочен кредитен рејтинг на хартиите од вредност во кои една овластена банка може да вложува во странство.
- ✓ Одлука со која се пропишаа минималните потребни елементи за управување со ризикот од промена на каматните стапки во портфолиото на банкарските активности, како и начинот на мерење на изложеноста на банките на овој ризик.
- ✓ Во септември 2011 г. со цел поголема кредитна поддршка за економијата и порационално управување со ликвидноста од страна на банките, НБРМ ја измени Одлуката за управување со ликвидносниот ризик во насока на олабавување на пропишаното ниво на ликвидност на банките – беше овозможено одржување на единствена стапка на ликвидност независно од валутата наместо досегашното следење на ликвидноста посебно за денарските и за девизните позиции.<sup>209</sup>
- ✓ Формирање Комитет за финансиска стабилност, составен од претставници од НБРМ и од Министерството за финансии чијашто основна цел е, по примерот на развиените економии, преку анализа на случувањата во економијата и финансискиот сектор, да се утврдуваат ризиците, да се предлагаат превентивни макропрudentни политики и да се координираат фискалните и монетарните политики. Овој Комитет првата седница ја одржа на 1 септември 2011 г. кога е донесена заедничка констатација на Министерството за финансии и на НБРМ дека ниту од аспект на системски ризик, ниту од аспект на екстерните шокови и опитите макроекономски перформанси, во Македонија нема посериозен ризик што би ја загрозил финансискиот сектор<sup>210</sup>.

**Втор период** – Намалување на неизвесноста за глобалната економска активност и стабилизирањето на екстерниот сектор создадоа услови за релаксирање на монетарната политика при крајот на 2009 г. Овие економски движења продолжија и следната, 2010 г.<sup>211</sup>: стапката на инфлација се одржуваше на ниско ниво, домашната побарувачка бавно

<sup>209</sup> Одлуката за управувањето со ликвидносниот ризик на банките („Службен весник на РМ“, бр. 126/2011

<sup>210</sup> Види архива на Влада на Р. Македонија: <http://arhiva.vlada.mk/?q=node/7044>, <http://vlada.mk/node/1139>

<sup>211</sup> Види детално за монетарните движења во овој период во Годишниот извештај на НБРМ за 2010 г. стр. 96-130, достапен на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Godisen\\_izvestaj\\_2010.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisen_izvestaj_2010.pdf)

закрепнуваше, привремените позитивни движења на глобалните пазари влијаеја позитивно на странската ефективна побарувачка/македонскиот извоз во услови кога увозот бавно се прилагодуваше, приватните трансфери покажуваа тренд на пораст, дефицитот на тековната сметка покажуваше тренд на намалување. Овие движења во услови на таргетирање на девизниот курс го зајакнува капацитетот за дејствување (релаксирање) на монетарната политика. Просторот што се создаде за монетарната политика во услови кога економската активност бавно закрепнуваше, а движењата во финансискиот/банкарскиот сектор покажуваа дека довербата во него бавно се враќа (процесот на кредитирање/поддршка на бизнисите се одвива отежнато) беше причина монетарната политика во текот на годината значајно да се релаксира (каматната стапка по повеќекратното намалување на крајот од годината е сведен на историски најниското ниво дотогаш од 4%). Тенденциите од 2010 г. продолжија и во првата половина од 2011 г. со исклучок на ризиците од забрзаниот раст на инфлацијата кои успешно беа ставени под контрола од монетарната власт, без потреба од позначајни промени во монетарната политика. Во доминантен дел поволната клима за водење релаксирана монетарна политика продолжи и во 2012 г. – инфлацијата беше на ниско и контролирано ниво, без позначајни ризици за нејзино зголемување, позицијата на билансот на плаќања остана поволна, што создаваше простор за монетарно олабавување, што треба да придонесе за поголем кредитен раст и поддршка на домашната економска активност. Меѓутоа, значајно ослабената економска активност на еврозоната во периодот, имајќи ја предвид трговската интегрираност на домашната економија, ја зголеми ранливоста на реалниот/извозниот сектор (при што беше забележано и намалување на економската активност во почетокот на годината) и наметна потреба случувањата на глобалната сцена сериозно да се следат од страна на НБРМ со цел евентуалното појавување на реални ризици за монетарната политика да биде навреме регистрирано и елиминирано<sup>212</sup>.

**Одговор на глобалната  
криза – монетарно  
релаксирање**

- ✓ Намалената неизвесност, стабилизирање на екстерниот сектор, стабилизирање на девизниот пазар, намалување на притисоците на општото ниво на цени – ова беа причините при крајот

<sup>212</sup> Види детално за монетарните движења и ризиците за финансискиот и реалниот сектор во овој период во кварталните извештаи на НБРМ за 2012 г., достапни на: <http://nbrm.mk/?ItemID=3879E6ED9740AD40BFFD41BC269831E9>. Исто така, види квартални извештаи за 2012 г. на Министерството за финансии на Р. Македонија, достапни на: <http://finance.gov.mk/node/692>

на 2009 г. монетарната политика во Македонија да сврти нова страница и да започне долгоочекуваното (и често дебатирано) монетарно релаксирање: на 30 ноември 2009 г. каматната стапка на благајничките записи беше внимателно намалена од 9% на 8,5%, додека каматната стапка на ломбардниот кредит беше намалена од 10,5% на 10%. Во следната, 2010 г., каматните стапки на благајничките записи и на расположливиот кредит прекуноќ беа намалени дури во 7 наврати, од 8% каматна стапка на благајничките записи и 9,5% на расположливиот кредит прекуноќ (во март 2010 г.) истите беа намалени на 4% и 5,5% респективно (до декември 2012 г.). Како резултат на поволните макроекономски услови и амбиентот за монетарната политика, НБРМ во мај 2012 г. ја намали основната каматна стапка за 0,25 п.п, односно од 4% на 3,75%.

- ✓ Во февруари 2011 г. со цел – поддршка на финансиската стабилност и подобрување на управувањето со ликвидносниот ризик од страна на банките, НБРМ воведо нов инструмент – запис за шестмесечен депозит со кој банките можеа да депонираат средства во денари кај НБРМ со рочност до шест месеци (и можност за разорочување), на кој НБРМ исплаќа камата од шестмесечен ЕУРИБОР зголемена за 0,5%. На банките, исто така, им се признаваа вложените средства во овој инструмент за исполнување на коефициентите за денарска и девизна ликвидност<sup>213</sup>.
- ✓ Во септември 2011 (во сила од јануари 2012 г.), со цел стимулирање на долгорочното штедење од страна на физичките лица, зголемување на потенцијалот на банките за кредитирање и поттикнување на развојот на репо-пазарот, беше донесена измена на поставеноста на задолжителната резерва со која се ослободуваат банките од издвојување задолжителна резерва за обврските кон физичките лица за орочени депозити со договорна рочност над две години, како и на обврските врз основа на репо-трансакции во денари (како и промени на периодите на исполнување на задолжителната резерва)<sup>214</sup>.
- ✓ Заради зголемување на флексибилноста, поактивно управување со ликвидноста и засилена поддршка на развојот на финансиските пазари, НБРМ во април 2012 г. направи промени во оперативната рамка за спроведување на монетарната политика<sup>215</sup> - за поволен пристап до ликвидност и развој на пазарот на пари воведо редовни неделни репо-операции за обезбедување ликвидни средства во банкарскиот систем; заради поактивна примена на репо-

<sup>213</sup> Одлуката за запис за шестмесечен депозит кај НБРМ, „Службен весник на РМ“ бр. 14/11.

<sup>214</sup> Одлуката за задолжителна резерва, „Службен весник на РМ“ бр. 126/2011

<sup>215</sup> Види Квартален извештај на НБРМ, април 2012 г. Достапен на:

[http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Kvartalen\\_izvestaj\\_april\\_2012\\_SP\\_WEB.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Kvartalen_izvestaj_april_2012_SP_WEB.pdf)

операциите ја намали фреквентноста на аукциите на благајничките записи на еднаш во рамки на периодот на задолжителна резерва и вовеле ограничен износ на благајнички записи коишто се понудуваат; заради зголемена флексибилност при управувањето со ликвидност на банкарскиот сектор вовеле и расположливи депозити на седум дена, коишто им се ставаат на располагање на банките секоја среда на нивна иницијатива (каматната стапка е 2% на годишна основа).

- ✓ Прва неконвенционална мерка на НБРМ – на 29.11.2012 година (стапи во сила на 1 јануари 2013 г., а ќе се применува заклучно со 2014 г.) НБРМ донесе нова Одлука за задолжителна резерва<sup>216</sup> со којашто се овозможува намалување на основата на задолжителната резерва на банките за износот на новоодобрени кредити на нето-извозниците и претпријатијата за финансирање проекти за домашно производство на електрична енергија за сопствена и/или комерцијална намена, за вложувања во должнички хартии од вредност во домашна валута издадени од споменатите нефинансиски друштва, како и целосно ослободување од издвојување задолжителна резерва за обврските на банките за издадени должнички хартии од вредност во домашна валута и оригинален рок на достасување од најмалку две години<sup>217</sup>. Имајќи предвид дека мерката се однесува само за дефинирани сектори и инструменти и е донесена за определен дефиниран временски период, таа се смета за неконвенционална/нестандардна мерка на монетарната политика (во претходната глава при елаборирање на монетарната политика на САД и ЕУ видовме дека ваквите неконвенционални мерки се значаен дел од монетарниот инструментариум во справување со глобалната криза). Со оваа мерка се настојува да се олеснат и подобрат условите за кредитирање на двата клучни сектори за економскиот раст во државата, нето-извозниците и компаниите од енергетскиот сектор, додека преку преку олеснувањата за инвестиции/издавање должнички хартии од вредност се настојува да се поддржи развојот на пазарот на капитал.

#### **Одговор на монетарната политика во услови на Глобалната економска криза**

- ✓ Секој притисок на девизниот курс (сидрот на ценовната стабилност) изнудува интервенции од монетарната политика за елиминирање на притисоците и стабилизирање на состојбите на девизниот пазар.
- ✓ Монетарниот одговор од НБРМ на глобалната криза може да се подели на два дела кои соодветствуваат на два периоди:
  - Првиот период кој започна во последниот квартал од 2007 г. и траеше некаде до почетокот на

<sup>216</sup> Види „Службен весник на РМ“ бр. 153/2012

<sup>217</sup> Види Квартален извештај на НБРМ, јануари 2013. Достапен на:

[http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Istrazuvanje\\_Kvartalen\\_izvestaj\\_Januari\\_2013.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Istrazuvanje_Kvartalen_izvestaj_Januari_2013.pdf)



2009 г., во кој имаше значајни нагорни притисоци на нивото на цените и големи притисоци врз девизниот курс, предизвика неповолен амбиент за водење монетарна политика и беше причина за водење рестриктивна монетарна политика;

- Вториот период, кој продолжи од втората половина на 2009 г. (екот на глобалната криза), кога се намалија притисоците врз девизниот курс и ослабеа инфлаторите притисоци, се стабилизираа очекувањата на економските субјекти, движењата во екстерниот сектор се подобрија, со што се создадоа услови за релаксирање на монетарната политика;
- ✓ Првите сигнали/ефекти почнаа да се чувствуваат во втората половина на 2007 г. кога стапката на инфлација почна да се интензивира како резултат на зголемениот пораст на цените на храната, што претставуваше резултат на глобалните трендови. Вистинските притисоци кои го привлекоа вниманието на монетарната политика и беа причина за нејзино дејствување во насока на затегање се случуваа во текот на 2008 г. - од третиот квартал на 2007 г. до вториот квартал 2008 година девизните резерви беа намалени за 1/4, поточно за 485,4 мил. евра.
- ✓ Намалување на неизвесноста за глобалната економска активност, стабилизирање на екстерниот сектор создадоа услови за релаксирање на монетарната политика при крајот на 2009 год.

#### Предвечерие на кризата – релаксиран макроекономски амбиент

11 јануари 2005 г. - стапи на сила одлуката на НБРМ за зголемување на стапката на задолжителна резерва на денарските и девизните депозити, од 7,5% на 10%; на 20 јануари 2005 г. беа укинати секојдневните аукции на благајнички записи со рок на достасување од 7 дена; на 9 март 2005 г., по стабилизирањето на движењата на девизниот пазар, НБРМ ги укина благајничките записи со рок на достасување од 7 дена; НБРМ премина од „тендер со износи“ кон аукции на благајнички записи по принципот „тендер со каматни стапки“; во септември 2005 г. донесе одлука со која одобрувањето ломбарден кредит го замени со расположлив кредит прекуноќ; на 7 март 2006 г. НБРМ, во договор со Министерството за финансии, започна со издавање државни записи за монетарни цели со рок на достасување од 3 месеци; каматната стапка на ломбардните кредити беше два пати намалена, по што се сведе од 13% на 7,5%; во декември 2007 г. се прошири основата за пресметување на обврската за задолжителна резерва со вклучување нови категории сметки од билансите на банките; во декември 2007 г. НБРМ донесе одлука за целосна либерализација на купувањето хартии од вредност од страна на нерезиденти.

#### Одговор на првите ефекти од глобалната криза – монетарно затегање (I период)

Февруари 2008 г. – НБРМ премина од “тендер со каматни стапки“ на „тендер со износи“; неколкукратно беше зголемена каматната стапка на благајничките записи – од 5,08% во февруари, 2008 г. на 9% во март 2009 г.; беше донесена Одлука за задолжителен депозит кај НБРМ, којшто банките ќе го издвојуваат доколку кредитирањето на населението ги надминува поставените стапки на пораст на овој вид кредитирање; во мај 2009 год беше усвоена нова одлука за задолжителна резерва со која беше зголемена стапката за издвојување задолжителна резерва за обврските на банките во девизна и во домашна валута.

#### Одговор на глобалната криза – монетарно релаксирање (II период)

30 ноември 2009 г. – започна релаксирањето на монетарната политика и намалувањето на каматната стапка на благајничките записи и ломбардниот кредит од 9% и 10,5% на 4% и 5,5% соодветно до декември 2012 г.; НБРМ во мај 2012 г. дополнително ја намали основната каматна стапка за 0,25 п.п., односно од 4% на 3,75%; НБРМ воведо нов инструмент – запис за шестмесечен депозит кој стапува во сила од јануари 2012 г.; беше донесена одлука со која се ослободуваат банките од издвојување задолжителна резерва за обврските кон физичките лица за орочени депозити со договорна рочност над две години, како и на обврските врз основа на репо-трансакции во денари; заради зголемување на флексибилност, поактивно управување со ликвидноста и засилена поддршка на развојот на финансиските пазари, НБРМ во април 2012 г. направи промени во оперативната рамка за спроведување на монетарната политика; првата неконвенционална мерка на НБРМ беше донесена на 29.11.2012 г. (стапува на сила на 1 јануари 2013 г.), којашто се однесува на селективно издвојување на задолжителната резерва.

## 5.4. Анализа на интеракциите и ефектите од монетарната и фискалната политика во Македонија

Глобалната економска криза беше причина за актуелизирање на прашањата и дилемите поврзани со дизајнирање на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) – нивните меѓусебни интеракции, како и нивните ефекти врз останатите макроекономски варијабли. Оваа криза беше причина, од една страна, за откривање на границите на монетарната политика, нејзино редизајнирање преку имплементирање бројни неконвенционални мерки, додека од друга страна, за зголемување на значењето и фокусот кон експанзивните фискални политики (посебно кај економиите со доволен фискален простор) и нивната улога во стабилизирање/стимулирање на економската активност.

По Големата депресија, следејќи го Кејнз, на фискалната политика беше гледено како на централна макроекономска алатка. Во 1960-тите и 1970-тите години фокусот на фискалната и монетарната политика беше скоро избалансиран и на нив се гледаше како на два инструмента кои требаше да обезбедат внатрешна и надворешна рамнотежа. Во последните скоро три декади фискалната политика беше ставена на второ место во однос на монетарната политика најчесто поради некоја од следниве причини: скептицизмот за ефектите на фискалната политика базирани на аргументите од Рикардијанската еквиваленција; ако монетарната политика ја одржува стабилноста на производството, која е потребата од фискалната политика?; големите задоцнувања во спроведувањето на фискалната политика и политичките ограничувања/влијанија на кои е подложна таа.

Меѓутоа, глобалната криза ја рedefинираше рамнотежата и ја врати фискалната политика во фокусот на вниманието главно поради тоа што беа достигнати границите на монетарната политика, што не остави друг избор за креаторите на политиките, како и поради времетраењето на кризата кое, и покрај задоцнувањата во спроведувањето на фискалната политика, остава доволно време за постигнување на целите (види пошироко Blanshard at al. 2010). Овие значајни поместувања во макроекономскиот микс, спроведувањето на гигантските антикризни пакети, ескалирањето на должничката криза во Европа, зголемувањето на јавниот долг во голем број развиени економии пред и во време на глобалната криза беа причина да се актуелизираат истражувањата кои се однесуваат на интеракциите и ефектите од фискалните и монетарните политики. Оваа проблематика не е помалку интересна (посебно во земјите од Југоисточна Европа) за земјите во развој кои во последните години, во услови на глобалната криза, значајно

ги зголемија обврските на јавниот сектор (јавниот долг) и создадоа фискални дебаланси кои во иднина можат значајно да влијаат на економските перформанси како и на спроведувањето на монетарните политики. Покрај оваа констатација, треба да се потенцира и фактот дека емпириските анализи кои се однесуваат на проблематиката на интеракциите на клучните макроекономски политики и нивното влијание на макроекономската околина за земјите во развој се вистинска реткост (споредено со развиените земји). Во еден дел ова се должи на кратките временски серии (посебно за фискалните варијабли) за клучните варијабли во овие економии, додека од друга страна, нивните економии низ текот на времето биле подложени на значајни тектонски структурни промени кои понатаму ја усложнуваат основата за емпириски анализи (види Zoli, 2005).

**Која е нашата мотивација** за емпириската анализа:

- 1) Имајќи го предвид одговорот на фискалната политика во периодот пред и за време на глобалната економска криза, како и карактеристиките на македонската економија, а посебно стратегијата на дефакто фиксен девизен курс што ја имплементира НБРМ, посебно сме заинтересирани за влијанието/интеракциите помеѓу фискалната и монетарната политика:
  - ✓ Дали во Р. Македонија во анализираниот период имаме „монетарно доминантен“ или „фискално доминантен“ режим;
  - ✓ Што ја детерминира функцијата на реакцијата на монетарната политика (дали покрај другите се земаат предвид и фискалните варијабли при дефинирањето на монетарната политика итн.).
  - ✓ Што го детерминира фискалниот одговор (јавните расходи, јавниот долг) во анализираниот период:
  - ✓ Дали фискалната и монетарната политика во анализираниот период биле координирани - биле супститути или комплементари;
  - ✓ Какви ефекти предизвикуваат интеракциите на монетарната и фискалната политика врз макроекономската околина.
- 2) Имајќи го предвид бавното закрепнување на економската активност на државата, посебно интересна за нашата анализа е анализата на ефикасноста на фискалните стимули (јавните расходи/приходи) и нивните ефекти врз економската активност<sup>218</sup>. Ова е посебно важно

---

<sup>218</sup> Со исклучок на периодот 2001/2002 год. кога Косовската криза имаше значајно влијание врз фискалниот биланс на државата во периодот кој следеше се до 2007/2008 год. Македонија водеше дисциплинирана

ако се земат предвид големиот број фискални мерки и реформи кои беа спроведени и чија посебна анализа може да биде предмет за голем број докторски дисертации, а еден дел од таквата анализа тешко би се реализирал како резултат на недостигот од база на податоци и информации кои ги следат фискалните ефекти и резултати. Од посебен интерес, исто така, е и анализирањето на ефектите од јавниот долг врз останатите макроекономски варијабли имајќи го предвид неговото темпо на пораст во последните години.

- 3) Емпириските истражувања за земјите во развој, а посебно за земјите од ЈИЕ, се навистина ретки (според нашите сознанија, само трудот на Rukelj (2009) експлицитно се фокусира на емпириска анализа на интеракциите помеѓу фискалната и монетарната политика). Според тоа, ова ќе претставува една од првите емпириски анализи во Македонија (и една од ретките во регионот) која се фокусира на интеракциите на фискалната и монетарната политика, како и на ефектите врз економската активност (посебно на ефектите од експанзивната фискална политика спроведена во услови на глобалната криза). Ова е од посебна важност за разбирање на трансмисиониот механизам и на ефектите од клучните макроекономски политики со цел нивно оптимално креирање и спроведување во услови на значајни негативни економски флукуации (во услови на глобални и регионални економски кризи).

Во оваа насока најпрвин ќе направиме осврт на релевантната емпириска литература која се однесува на интеракциите и ефектите од фискалната и монетарната политика; потоа ќе ја елаборираме методологијата и спецификацијата на (S)VAR моделите кои ќе бидат користени за оценка на доминантноста на монетарниот/фискалниот режим и ефектите/интеракциите од фискалната и монетарната политика; понатаму ќе бидат анализирани и дискутирани резултатите од емпириската студија и ќе биде направена проверка на издражаноста на резултатите добиени со емпириската анализа по што ќе бидат сумирани заклучоците. Препораките за креирањето на фискалната и монетарната политика во Македонија како дополнување на изнесените заклучоци ќе бидат презентирани во делот резервиран за крајниот заклучок од докторската дисертација.

---

фискална политика со ниско ниво на буџетски дефицити. Почнувајќи од 2006 год. фискалната политика почна да ја зголемува проактивноста и постепено како што се разгоруваше глобалната криза се зголемуваше нејзината експанзивност. Беа направени голем број на реформи за проширување на даночната база, зголемување на фискалната ефикасност, беа зголемени буџетските дефицити, беше значајно зголемена активност на државата во повеќе сектори (посебни во градежништвото и земјоделството), беа донесени пет позначајни антикризни пакети кои требаше да ја стабилизираат и стимулираат економската активност во државата. Превземените одговори и активности од страна на монетарната и фискалната политика како одговор на кризата беа детално анализирано во претходните точки од оваа глава во дисертацијата.

### 5.4.1. Осврт на литературата

Потребата од анализа на интеракциите и ефектите на фискалната и монетарната политика е поврзана со три меѓусебно зависни полиња на истражување, кои воедно претставуваат и основа за доминантен дел од спроведените емпириски истражувања во оваа област (види Kuttner, 2002): прво, влијанието на фискалната политика врз основните цели/определби на монетарната политика; второ, импликациите од стратешките интеракции помеѓу фискалните и монетарните власти и; трето, влијанието на фискалната и/или монетарната политика врз структурата на финалната потрошувачка и на производството, како и на останатите макроекономски варијабли. Оттука ќе направиме краток преглед на релевантните емпириски истражувања кои се однесуваат најнапред на импликациите од фискалната политика врз монетарните цели, потоа следува краток осврт на емпириските истражувања за индивидуалните ефекти (ефикасноста) на монетарната и фискалната политика, по што во третата група трудови ќе се осврнеме на интеракциите меѓу двете политики и ефектите врз макроекономската околина:

✓ Првата група истражувања се фокусира на импликациите од фискалната дисциплина врз спроведувањето на монетарната политика со што започна дебатата за потребата од анализа на интеракциите помеѓу клучните политики. Фокусот на овие истражувања започнува со истражувањето на Сарцент и Валас (1981) за влијанието на неодржливите буџетски дефицити врз монетарната политика и ценовното ниво, а понатаму продолжува со голем број трудови кои се однесуваат на фискалната теорија на детерминирање на ценовното ниво (види Sargent and Wallace, 1981; Leeper, 1991; Woodford, 1995; Canzoneri and Diba, 1998; Canzoneri et al., 1997, 2001; Christiano, and Fitzgerald, 2000 и др.). Доминантноста на фискалната над монетарната политика (и обратно) често е анализирана преку емпириска анализа со која се утврдува дали при дефинирање на буџетските дефицити се земаат јавните обврски од претходниот период (види пошироко Canzoneri et al., 2001; Tanner and Ramos, 2002; Semmler and Zhang, 2003; Fialho and Portugal, 2005; Zoli, 2005). Ваквата едноставна емпириска анализа ќе биде спроведена во еден дел и од нашето истражување. Една помала група трудови ги анализира и специфичните ефекти што ги има спроведувањето на монетарната политика и следењето на монетарните цели врз однесувањето на фискалната политика (види Beetsma and Bovenberg, 1999);

✓ Втората група трудови се фокусира на ефектите и ефикасноста на монетарната или фискалната политика и нивното влијание на останатите макроекономски варијабли. Многу

побројни се трудовите кои го анализираат индивидуалното влијание на едната или на другата политика врз економското окружување споредено со емпириските истражувања на ефектите од монетарно-фискалниот микс. Многу побројни се емпириските студии за ефектите на фискалната и монетарната политика врз економската активност во развиените земји (пред сè за OECD) додека за земјите во развој тие се вистинска реткост.

Емпириските анализи кои се однесуваат на фискалната политика можат да се поделат во неколку групи: една група истражувања се фокусира на фискалните мултипликатори во индивидуални земји, најчесто базирани на макроекономски и економетриски модели (види — (Bryant at al., 1993; Saito, 1997; Baxter and King, 1993; Ardagna, 2001; Christiansen, 2008; Baksa at al., 2010 и др.). Втората група истражувања доминантно се фокусира на периодите на рецесија и влијанието на фискалната политика на економијата со посебен осврт на експанзивниот ефект од програмите на фискална консолидација (види Giavazzi and Pagano, 1990; Giavazzi at al., 2000; Alesina and Perotti, 1997 и др.). Третата група се фокусира на анализа на факторите кои влијаат на намалување на ефективноста на фискалните стимули и ја тестираат Рикардијанската еквиваленција (види Barro, 1989; Seater, 1993, Giavazzi at al., 1997 и др.). Голем дел од трудовите го потврдуваат кензијанскиот поглед за позитивните економски и стабилизациони ефекти од фискалната политика (види Mélitz, 1997; Fatas and Mihov, 2001; Galí at al., 2007; Giordano at al., 2008; Romer and Romer, 2010 и др.). Меѓутоа, има и бројни емпириски анализи кои доаѓаат до измешани резултати за ефективноста на фискалната политика и укажуваат на непожелните ефекти од неа врз економското окружување (види Ramey and Shapiro, 1998; Blanchard and Perotti, 2002; Mountford and Uhlig, 2005; Perotti, 2004, 2007; Afonso and Sousa, 2009; Taylor, 2009; Barro and Redlick, 2011 и др.). Тешко може да се извлечат конкретни заклучоци за ефектите/ефикасноста (фискалните мултипликатори) на фискалната политика од овие трудови бидејќи тие се во голема зависност од структурата на секоја посебна економија и значајно се разликуваат, меѓутоа сепак можеме да упатиме на некои генерални согледувања<sup>219</sup>: фискалната политика е поефикасна (мултипликаторот е поголем) во економии во кои имаме неискористени капацитети и каде што невработеноста е од циклична природа; експанзивната фискална политика е поефикасна во затворени економии или отворени економии со фиксен девизен курс; експанзивната фискална политика треба да биде поефикасна доколку нивото на јавен долг е пониско, меѓутоа тоа не може да се тврди за ниското иницијално ниво на буџетски дефицит;

---

<sup>219</sup> Детален преглед на најголемиот дел од емпириските студии кои се однесуваат на погоре споменатите групи и останатите области кои ја засегаат фискалната политика, како и резултатите се претставени во трудот на Hemming, Kell, and Mahfouz (2002).

ефикасноста на фискалната политика зависи од структурата на фискалниот стимул – поголема е ефикасноста на стимулите спроведени на страната на јавните расходи отколку оние што се спроведени преку намалување на даноците; фискалната политика е поефикасна доколку е придружена од експанзивна монетарна политика, односно доколку не е неутрализирана од растот на каматните стапки или апрецијација на валутата.

Бројни се, исто така, и емпириските истражувања за ефикасноста на монетарната политика, кои во споредба со погоре елаборираните за фискалната политика, имаат поусогласени резултати/заклучоци и генерално упатуваат дека: постои силна врска помеѓу парите и цените на долг рок; монетарните агрегати или контролираните каматни стапки влијаат на производството на краток рок; монетарната политика влијае на цените со извесно задоцнување; монетарната политика е неутрална на долг рок (види Bernanke and Blinder, 1992; Gordon and Leeper, 1994; Baumgartner, et al., 1997; Bernanke and Mihov, 1998; Pujol and Griffiths, 1998; Ross, 1998; Christoffersen and Wescott, 1999; Kutan and Brada, 1999; Gavin and Kydland, 2000; De Greuwe and Grimaldi, 2001 и др.).

✓ Третата група трудови се однесуваат на интеракциите и ефектите на монетарната и фискалната политика – нивната координираност или некоординираност, или според речникот на некои автори - нивното стратешко дејствување (како супститути или комплементари) и нивните ефекти на макроекономската околина: анализата на интеракциите на фискалната и монетарната политика во услови кога централната банка има ограничена улога на инфлацијата покажува дека фискалната дискреција ја уништува монетарната определба/цел и дека политиките се супститути кога фискалната политика настојува да ги зголеми и производството и инфлацијата, додека политиките се комплементари кога фискалната политика има не-кејнзијански (контракциони) ефекти на производството и инфлацијата (види пошироко Dixt and Lambertini, 2000, 2001); во трката помеѓу фискалната и монетарната политика (претпоставувајќи дека таргетите на централната банка за производството и инфлацијата се поставени пониско од оние на фискалните власти) политиката која има поголема дискреција (обично фискалната) се однесува некооперативно спрема другата политика која следи определени правила, што на крај води до контракциона монетарна политика и недоволно експанзивна фискална политика (види Dixt and Lambertini, 2003); други анализи упатуваат на тоа дека постои специфична меѓузависност помеѓу фискалната и монетарната политика т.е. односот како стратешки супститути и комплементари не треба да се анализира во насока на постоење конфликт или соработка, туку однесувањето на двете политики може да биде во зависност од шоките

(шоковите на страната на понудата водат до конфликт во политиките, додека спротивното важи за шоковите на страната на побарувачката) кои ја погодуваат економијата (види Buti Roeger and Veld, 2001). Постојат емпириски анализи кои потврдуваат дека фискалната и монетарната политика се движат во спротивни насоки (Wiplosz, 1999; Melitz, 1997, 2000), додека во други анализи е утврдено дека меѓузависноста на двете политики е асиметрична – влошената фискална состојба иницира монетарна контракција, додека монетарната политика ги поддржува фискалните експанзии (види von Hagen et al., 2001); меѓутоа сепак најголем дел од истражувањата се во прилог на тоа дека сепак двете политики ќе бидат во добивка доколку постигнат извесен степен на координација што има значајни позитивни ефекти на подобрување на општата благосостојба, додека од друга страна, независните одлуки на монетарните/фискалните власти ќе резултираат или со дуплирање на напорите или ќе доведат до „негативни екстерналии“ (види Lambertini and Rovelli, 2004).<sup>220</sup>

Bryson (1993) при анализата на улогата на фискалната и на монетарната политика во макроекономската стабилизација во ЕМУ (при режим на фиксен и флексибилен девизен курс) дошол до сознание дека загубата на социјална благосостојба е секогаш помала при координирана монетарна и фискална политика, во споредба на случајот кога само монетарната политика е координирана. Bennet и Loayza (2002) покажале дека земјите кои имаат недостиг од координација помеѓу политиките, односно монетарната и фискалната власт имаат различни цели, настојуваат да имаат поголеми примарни дефицити и повисоки реални каматни стапки. Kuttner (2002), анализирајќи го монетарниот/фискалниот микс во САД во периодот 1960-2002 година, идентификувал неколку периоди кои ги карактеризираат фискални или монетарни контракции, меѓутоа не можел да идентификува конфликти помеѓу фискалната и монетарната политика. Тој утврдил дека монетарните експанзии влијаеле на БДП структурата преку зголемување на делот на инвестициите, а намалување на делот на нето-извозот. Фискалните контракции биле придружувани со зголемување на делот на инвестициите, меѓутоа не се пронајдени докази дека фискалните експанзии предизвикувале „crowding out“. Mountford и Uhlig (2005) го потврдуваат овој заклучок и покажуваат дека во САД фискалната и монетарната политика биле координирани, односно дека монетарното затегнување е следено со фискална контракција преку зголемување на даноците. Musatelli, Tirelli и Trecroci (2002) со користење

---

<sup>220</sup> Посебно интересно е тоа што кого тие зборуваат на координација, неа ја дефинираат како: размена на информации помеѓу креаторите на политиките; заедничко усогласување околу можното однесување на другата страна; заедничко донесување одлуки од страна на креаторите на политиките и договор за секвенцирањето на потезите од двете страни (види Lambertini and Rovelli, 2004).



конвенционален SVAR и Bayesian VAR го истражувале одговорот на фискалната и монетарната политика на макроекономските таргети и зависноста меѓу инструментите на политиките во пет земји од групата Г-7 и дошле до следните сознанија: не пронашле цврсти докази за ефектите од фискалниот шок врз производството фискалниот одговор на шокот на инфлација е тешко да се детектира, природата на меѓузависноста меѓу политиките е високо нестабилна, фискалниот дефицит не реагира значајно на инфлацискиот шок, монетарната и фискалната политика често се користени како комплементари, респонзивноста на фискалната политика на бизнис-циклусите се намалила почнувајќи од 1980-тите. Слични резултати добиле истите автори анализирајќи ги интеракциите помеѓу фискалната и монетарната политика со користење на New Keynesian dynamic general equilibrium model: дека фискалните стабилизатори не влијаат на намалување на благосостојбата (ова е спротивно со нивното претходно истражување), дека јавните расходи се неефикасни, дека оданочувањето има поголеми ефекти како автоматски стабилизатор во споредба со јавното трошење, дека фискалните правила се подобри/поефикасни во споредба со егзогената/дискреционата фискална политика (без автоматски стабилизатори) итн. (види Muscatelli, 2003, 2005).

Веќе упативме на фактот дека емпириските студии кои се однесуваат за земјите во развој (посебно транзиционите) економии, поради недостиг од доволно долги и квалитетни серии на податоци, како и поради значајните структурни промени, се многу ретки. Една од ретките студии за земјите во развој е онаа на Zoli (2005) каде што со VAR методологија тој најпрвин ја тестира доминантноста на фискалниот/монетарниот режим во земјите во развој, а потоа го истражува влијанието на фискалната политика врз функцијата на реакција на монетарната политика. Оваа констатација уште повеќе се потврдува со недостигот од емпириски истражувања во нашето окружување (регионот на ЈИЕ). Во нашето поблиско окружување фискалната и монетарната политика се истражувани посебно, меѓутоа многу се ретки емпириските истражувања кои ги анализираат меѓусебните интеракции и ефекти од фискалната и монетарната политика. Единствено емпириско истражување, според нашите сознанија, кое ги анализира интеракциите на фискалната и монетарната политика е направено за Хрватска (види Rukelj 2009). Во ова истражување, за анализата на интеракциите на политиките, е користен структурен VECAM за идентификација на перманентните и транзиторните шокови со користењето месечни податоци за јавните расходи, на паричната маса M1 и на економската активност. Резултатите од истражувањето покажуваат дека шоките на страната на понудата имале значајно влијание врз сите набљудувани варијабли, дека двете политики се користени

како супститути и дека на краток и среден рок не можат да се утврдат конкретни ефекти од политиките на економската активност. Со актуелизирањето на оваа проблематика во услови на глобалната криза, во поново време се спроведени повеќе емпириски истражувања кои посебно ги анализираат ефектите од фискалната политика на економската активност во Хрватска, Србија, Македонија<sup>221</sup> и Бугарија<sup>222</sup> (види Ravnik and Zilić, 2011; Hinić and Miletić, 2013; Karagyozyova-Markova and Plev<sup>223</sup>, 2013).

Најголем дел од емпиriskите истражувања кои се фокусирани на интеракциите, а пред сè на ефектите и ефикасноста на монетарната и фискалната политика се VAR моделите, кои ја имаат предноста да не бидат ограничени од предетерминирани теоретски конструкции (додека од друга страна тоа може да биде и ограничување). Како издржана алтернатива се јавуваат и евалуации базирани на структурни модели како што се DSGE моделите, како и наративниот пристап (пристапите на студија на случај) кои се базирани на добро документиран промени во политиките следени во подолг период (види Romer and Romer, 2010). Најзначаен дел, кој воедно ја обележува и еволуцијата на VAR моделите како еден од најиздржаните методи за анализа на ефектите од економските политики, претставува методот на идентификација (овој пристап ќе биде користен и во нашето истражување). Најрелевантните истражувања на фискалната и на монетарната политика, кои воедно дефинираат и специфични начини на идентификација, претставуваат: Bernanke и Blinder (1992) кои ги анализирале каналите на монетарната политика во САД поставувајќи низа претпоставки во однос на непостоењето истовремено влијание на шоките од политиките врз останатите макроекономски варијабли и обратно, користејќи ја декомпозицијата на Cholesky; Bernanke и Mihov (1998) изградиле полуструктурен VAR во кој нема поставено ограничување/рестрикции на релациите помеѓу варијаблите во системот со истовремено поставување рестрикции кои се однесуваат на инструментите на монетарната политика. Со ова, нивната методологија не се фокусира само на шоките од политиките, туку на целосната состојба на монетарната политика, вклучувајќи ја и систематската компонента; пристапот на Blanchard и Peroti (2002)<sup>224</sup> —е базиран на институционални информации надвор од моделот за автоматските одговори на јавните расходи и даноците на економската активност, како и определени претпоставки за временскиот период во кој државата ги спроведува дискреционите фискални мерки како одговор на промените во производството; пристапот на

---

<sup>223</sup> Во трудот на Karagyozyova-Markova and Plev (2013), исто така, е користен и Bayesian structural VAR.

<sup>224</sup> Понатаму проширен во Peroti (2005).

рестрикција на знаците (sign-restriction) развиен од Uhlig (2005), користен во Mounntford и Uhlig (2005) и Caldara and Camps (2008) е друг пристап на идентификација во VAR (често користен во анализата на фискалните мултипликатори) каде што ограничувањата во моделот директно се поставуваат на формата на функцијата импулс – реакција. Некои емпириски истражувања се повикуваат и на истражувањето на Blanchard и Quah (1998) чија специфика претставува поставувањето долгорочни ограничувања на реакциите на варијаблите во VAR моделот<sup>225</sup> (Blanshard and Quah, 1998, Mirdala, 2009). Во последно време често се сретнуваат емпириски истражувања кои прават комбинација на овие пристапи за анализа на ефектите од клучните макроекономски политики и прават споредба на резултатите добиени со користење на различните пристапи (види Romey and Shapiro, 1998; Dungey and Fry, 2007; Pagan and Pasaran, 2007; Caldara and Camps, 2008 и др.).

Во Македонија, емпириските истражувања кои се однесуваат на интеракциите и ефектите од фискалната и од монетарната политика сè уште се во рудиментирана фаза. Според нашите сознанија, единствено спроведено истражување кое ја допира темата за интеракциите на двете политики е магистерската теза на Кадиеска – Воиновик (2007) каде што со користење на VAR ја анализира врската помеѓу буџетско салдо/БДП и јавниот долг/БДП и утврдува дека во периодот 1999-2006 во Македонија е доминантен монетарниот режим (ние, исто така, ќе спроведеме слично вакво истражување за да видиме дали овие заклучоци се валидни и денес). Делот на интеракција на двете политики само е начнат со обидот да се утврди Гренцорова каузалност помеѓу краткорочните каматни стапки и примарното буџетско салдо -тестот не обезбедил доказ за каузалност (види Kadieska-Vojnovik, 2007). Друго истражување кое се фокусира на ефектите од фискалната и од монетарната политика во земјите од ЈИЕ (Македонија, Хрватска и Бугарија) со фиксен девизен курс со користење на рекурзивен SVAR е она на Petrevski at al., 2013. Во поново време се појавуваат две емпириски анализи кои се однесуваат на фискалната политика: едната ги анализира ефектите од фискалната политика врз македонската економија со користење рекурзивен SVAR (види Куртиши, 2012); другата го анализира цикличното однесување на фискалната политика во Македонија во транзицискиот период (види Angelovska-Bezovska at al., 2011). Вредно е да се спомне и истражувањето спроведено од тим на НБРМ кое ги анализира промените во реакциите на фискалната и монетарната политика на 61 земја

---

<sup>225</sup> Mirdala (2009), следејќи го овој пристап, ги истражувал ефектите од фискалните шокови на производството во некои од новите членки на ЕУ и утврдил дека тие се слични (за даночните и мултипликаторите на јавните расходи) споредено со резултатите добиени со користењето рекурзивен VAR.

(развиени и земји во развој) во услови на криза, споредено со периодот пред тоа (види Mitreska et al., 2010).

## **5.4.2. Методологија и спецификација на моделите**

### **5.4.2.1. Методологија**

Во делот кој се однесуваше на емпириската литература која е фокусирана на интеракциите и ефектите од фискалната и од монетарната политика посочивме дека доминантната методологија се однесува на VAR-моделите. Пред три декади Sims (1980) обезбеди едноставна алатка која на систематски начин може да ја долови сложената динамика на бројните временски серии, додека статистичкиот инструментариум кој е дел од VAR е лесен за употреба и интерпретација. Најголемата предност од примената на оваа методологија претставува тоа што овозможува утврдување на ефектите од шоките и трансмисијата на економските политики без потреба од сложено структурно моделирање на целата економија со минимален број ограничувања, притоа овозможувајќи користење на добропознатите алатки: функцијата импулс-реакција и декомпозицијата на варијансата. Недостатокот на VAR поради базирањето на резултатите на податоци се отстранува со различните идентификациски шеми на ограничувања преку кои се внесува логиката на економската теорија во моделите. Тука треба да се нагласи дека користењето различни начини на идентификација може да доведе до различни резултати и заклучоци од истражувањата. Генерално, постојат три форми на VAR: редуцирана форма на VAR, рекурзивен VAR и структурен VAR или SVAR (подетално за секоја од овие форми на VAR види кај Lutkepohl, 1993, Sims, 1986; Stock and Watson, 2001; Lutkepohl and Kratzig 2004).

Нашето истражување кое ќе биде базирано на два модели ќе биде спроведено со користење рекурзивен (S)VAR имајќи го предвид следново: VAR се најчесто користена методологија за анализирање на интеракциите и ефектите од политиките; тие ни овозможуваат да ги детектираме ефектите, интеракцијата и трансмисијата на шоките од клучните макроекономски политики (со користење на функцијата импулс-реакција и декомпозицијата на варијансата); ова е едно од првите истражувања од ваков вид во Македонија, па според тоа, при користењето структурен VAR со повеќе варијабли ќе се јави потреба од пресметување на сите еластичности и врски меѓу варијаблите со цел правилно идентификување на ограничувања во VAR-системот, што дополнително ќе го оптовари истражувањето (ова е задача која мора да ја

поставиме за реализација при проширувањето на ова истражување во иднина); имајќи предвид дека се работи за едно од првите емпириски истражувања во областа, не би сакале да го ограничимо просторот со внесување преголем број ограничувања во моделот, или пак податоците и нивното движење да ги покажат насоките и трансмисијата на ефектите од една варијабла кон друга во моделот; посебно охрабруваат истражувањата на ефектите од фискалната и монетарната политика со различни пристапи на идентификација кои потврдуваат дека добиените резултати со користење на рекурзивниот VAR во доминантен број од истражувањата соодветствуваат со оние што се добиени со користење на SVAR со различни видови ограничувања. Caldara и Kamps (2006,2008) при истражување на ефектите од фискалните шокови, со компаративна анализа базирана на VAR-моделите (зеле предвид пет пристапи) дошле до заклучок дека резултатите од рекурзивниот VAR (при соодветна подреденост на варијаблите) се скоро идентични со оние од конвенционалните SVAR.

Генералната спецификација на рекурзивниот VAR, кој претставува варијанта на SVAR-моделите кои се точно идентификувани, може да се претстави во следниот облик:

$$Ay_t = A^* \mu + \sum_{i=1}^p A^* L^i y_t + B \varepsilon_t \quad (1)$$

каде што  $y$  претставува  $K \times 1$  вектор од ендегените варијабли,  $A^*$  претставува  $K \times K$  матрица на коефициентите,  $\mu$  претставува вектор од константите,  $L$  е оператор на временските заостанувања,  $\varepsilon$  претставува структурна форма на ортогоналните грешки кои се процес на бел шум со коваријансна  $\Sigma_\varepsilon$ ,  $t$  е временски оператор;  $A$  претставува пониска триагуларна матрица која ги специфицира истовремените врски помеѓу варијаблите во моделот, додека  $B$  претставува  $K \times K$  идентична матрица на случајните грешки.

Со цел моделот (1) да биде оценет, најпрвин треба да ја оцени неговата редуцирана форма, која може да се претстави на следниов начин:

$$y_t = A^{-1} A^* \mu + \sum_{i=1}^p A^{-1} A^* L^i y_t + u_t \quad (2)$$

каде што истите симболи од равенката (1) се аплицирани во равенката (2) со главна разлика во  $u$  кои ја претставуваат редуцираната форма на случајните грешки на структурните шокови  $\varepsilon$  од равенката (1). Врската помеѓу  $u$  и  $\varepsilon$  може да се претстави на следниот начин:

$$u_t = A^{-1} B \varepsilon_t \quad (3)$$

Моделот (1) е познат во литературата како АВ модел и се користи за оценка на краткорочните врски помеѓу варијаблите (модел на краток рок). Со цел моделите (1) и (3) да

бидат идентификувани и структурните нарушувања  $\epsilon$  да бидат ортогонални, треба да бидат поставени определени ограничувања на параметрите во матриците  $A$  и  $B$ . Попрецизно, со цел моделите (1) и (3) да бидат точно идентификувани, најмалку  $K(K-1)/2$  ограничувања треба да бидат поставени на најмалку  $K(K-1)/2$  ограничувања на матриците  $A$  и  $B$  соодветно, или вкупно  $K(3K-1)/2$  ограничувања – каде што  $K$  е бројот на ендогени варијабли во моделот (Lutkepohl, 1993; Lutkepohl and Kratzig, 2004).

Рекурзивниот VAR-модел е точно идентификуван SVAR и е базиран на таканаречената триагуларна структура на подредување на варијаблите – каде што првата варијабла во подредувањето истовремено влијание на секоја варијабла што следува, додека секоја варијабла што следува нема истовремено влијание на претходните варијабли. Ова е една од наједноставните форми на SVAR модели кои се исклучително сензитивни на подредувањето на варијаблите, меѓутоа ризикот од конфузни резултати треба да го намали тоа што подредувањето на варијаблите се врши согласно поставките и практиките од економската теорија, а не според индивидуалните проценки на истражувачите.

#### ***5.4.2.2. Прв модел – Фискален или монетарно доминантен режим во Македонија?***

Иако концепциски монетарно доминантен режим (MD) е случајот кога државата ги приспособува примарните дефицити со цел да ја ограничи акумулацијата на долгот, додека фискално доминантен (FD) режим претставува кога фискалните биланси се поставуваат независно од обврските на јавниот сектор, сепак не е толку едноставно да се развие формален емпириски тест кој конкретно би утврдил кој режим е доминантен. Во овој дел следиме прилично едноставна методологија за утврдување на доминантниот режим, која најпрвин е предложена од Canzoneri et al. (2001), потоа следена од Tanner и Ramos (2002), Fialho и Portugal (2005) кои ја анализираат фискалната одржливост и фискалната наспроти монетарната доминација во Бразил 1991-2000, Semmler и Zhang (2003) кои ги анализираат интеракциите на клучните макроекономски политики во евро зоната и Zoli (2005) кој прави тест за фискалната наспроти монетарната доминација во земјите во развој (види Canzoneri et al., 2001; Tanner and Ramos, 2002; Semmler and Zhang, 2003; Fialho and Portugal, 2005; Zoli, 2005). Овој пристап се заснова на VAR-модел кој има за цел да утврди кога примарните буџетски салда се поставувани

егзогено и независно од обврските во јавниот сектор. Во нашата анализа ќе направиме мала измена во предложениот модел и наместо примарното буџетско салдо, ќе користиме серија за циклично приспособено буџетско салдо. Оваа корекција ја правиме со цел поконкретно да видиме дали при водењето на дискреционата политика во анализираниот период е земено предвид нивото на обврските во јавниот сектор (поконкретно го земаме предвид учеството на јавниот долг во БДП). Примарното буџетско салдо како фискална варијабла ќе биде користено во делот во кој ќе правиме проверка на издржаноста на резултатите од креираниот модел. Со цел да илустрираме го претставуваме следниот VAR:

$$X_t = \theta + \theta X_{t-1} + \theta X_t + v_t$$

каде што  $X_t$ =[циклично приспособено буџетско салдо, јавен долг/БДП],  $\theta$  е вектор од коефициентите,  $v_t$  претставува вектор на стандардната грешка.

Позитивната врска што произлегува од тековните јавни обврски кон идните буџетски салда укажува на MD режим; доколку не постои значајна врска помеѓу нив, пак, тоа укажува дека буџетските салда се поставуваат егзогено. Позитивната врска помеѓу тековните буџетски салда и идните јавни обврски, исто така, упатува на MD режим, иако според фискалната теорија на детерминирање на цените може да биде и FD режим. Според наведеното можеме да пристапиме кон утврдување помеѓу MD или FD режим со користење на алатките на VAR (функцијата импулс-реакција и декомпозиција на варијансата), и тоа преку утврдување на врските/реакциите помеѓу циклично приспособеното буџетско салдо и јавните обврски (јавен долг/БДП). За таа цел ќе биде користен VAR каде што најпрвин подредувањето на варијаблите ќе биде 1) јавен долг/БДП, 2) циклично приспособено буџетско салдо, додека во вториот модел нивното подредување ќе биде обратно.

Предностите на оваа методологија се тоа што вклучува оценка на релативно мал број параметри и што не вклучува моделирање на структурата на економијата. Меѓутоа таа се соочува и со голем број ограничувања кои треба да се имаат предвид при толкување и дискутирање на добиените резултати: едно ограничување кое веќе беше спомнато претставува толкувањето на позитивната врска која произлегува од тековните буџетски салда кон идните јавни обврски и која може да биде конзистентна и со MD и со FD режим; друго ограничување претставува специфичноста на периодот во кој се спроведува анализата, посебно во услови на криза или поголеми економски движења/циклуси, фискалната власт можеби не сака/или не е во

можност да ги семе предвид јавните обврски при дефинирањето на тековната фискална политика итн. (види Zoli, 2005).

Следниот модел ќе биде оценет:

$$\Delta CPB_t = \alpha_0 + \sum_{j=1} \alpha_j \Delta CPB_{t-j} + \sum_{j=1} \beta_j \Delta LIAB_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$\Delta LIAB_t = \gamma_0 + \sum_{j=1} \delta_j \Delta CPB_{t-j} + \sum_{j=1} \gamma_j \Delta LIAB_{t-j} + \mu_t$$

каде што  $\Delta CPB_t$  претставува промена во циклично прилагоденото буџетско салдо, додека  $\Delta LIAB_t$  претставува промена во обврските на јавниот сектор (јавниот долг/БДП).

Прв чекор претставува изборот на заостанувања на променливите што се вклучени во VAR-моделот. Сите пет критериуми упатуваат на примена на едно заостанување во двата модела: во моделот каде што најпрвин подредувањето на варијаблите: 1) јавен долг/БДП, 2) циклично приспособено буџетско салдо, како и во моделот каде што варијаблите обратно се подредени (во табела бр. 5.3). Понатаму вршиме процена на стабилноста на VAR-моделот – од добиените резултати кои можат да се видат на слика бр. 5.2 во анексот, може јасно да се види дека сите корени од карактеристичниот полином се во внатрешноста на кругот на единичен корен, што укажува на тоа дека VAR-моделот е стабилен.

#### **5.4.2.3. Втор модел – Анализа на интеракциите и ефектите на фискалната и монетарната политика во Македонија**

По генералниот емпириски вовед за односите помеѓу клучните политики во Македонија, во вториот модел фокусот ќе биде поставен кон подетална емпириска анализа на интеракциите и трансмисија на ефектите од фискалната и монетарната политика врз економската активност. Во нашиот модел зависните варијабли у од модел/равенката (1) се:  $G$ ,  $Y$ ,  $P$ ,  $D$ ,  $DR$ ,  $IR$  и  $\pi(INF)$ . Варијаблите  $G$ ,  $P$  и  $D$  се инструменти/претставници на фискалната политика во моделот,  $DR$  и  $IR$  го претставуваат одговорот на монетарната политика,  $Y$  ја претставува економската активност, додека  $\pi$  инфлацијата.

Спецификацијата на рекурзивниот VAR-модел во матрична форма може да се претстави на следниот начин:



$$\begin{vmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{41} & \alpha_{42} & \alpha_{43} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{51} & \alpha_{52} & \alpha_{53} & \alpha_{54} & 1 & 0 & 0 \\ \alpha_{61} & \alpha_{62} & \alpha_{63} & \alpha_{64} & \alpha_{65} & 1 & 0 \\ \alpha_{71} & \alpha_{72} & \alpha_{73} & \alpha_{74} & \alpha_{75} & \alpha_{76} & 1 \end{vmatrix} \begin{vmatrix} u_t^G \\ u_t^Y \\ u_t^P \\ u_t^D \\ u_t^\pi \\ u_t^{DR} \\ u_t^{IR} \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{vmatrix} \begin{vmatrix} \varepsilon_t^G \\ \varepsilon_t^Y \\ \varepsilon_t^P \\ \varepsilon_t^D \\ \varepsilon_t^\pi \\ \varepsilon_t^{DR} \\ \varepsilon_t^{IR} \end{vmatrix}$$

Според презентираната структура на рекурзивниот VAR, ние поставивме некои ограничувања кои ќе ни овозможат идентификување на VAR согласно теоретските претпоставки и практики: прва варијабла кој е поставана во моделот и која има истовремено (во тековниот период) влијание на секоја наредна варијабла, додека варијаблите кои следат немаат влијание врз неа во тековниот период, претставуваат јавните расходи. Ова го правиме од причина што најпрвин во моделот сакаме да испитаме какво е влијанието на инструментите на економските политики (во случајот фискалната политика) врз економската активност и останатите варијабли, додека од друга страна, ја следиме логиката дека структурата и висината на јавните расходи (посебно дискрециониот дел) се поставува независно (во буџетот тие се дефинираат на почетокот од годината) од економската активност (во случајот производствениот јаз) и затоа претпоставуваме дека тие влијаат на производството и на останатите варијабли во тековниот период (овој редослед е често користен при анализа на ефектите од фискалната политика, види Blanchard и Perotti, 2002)<sup>226</sup>. Потоа следи производството за кое претпоставуваме дека во тековниот период има влијание на јавните приходи, јавниот долг, инфлацијата, девизните резерви и каматните стапки, по што следат јавните приходи кои заедно со јавните расходи и производството во тековниот период влијаат врз нивото на јавен долг и монетарните варијабли. На крај е претпоставено дека нивото на цените во тековниот период влијае на нивото на девизните резерви и на каматните стапки на пазарот на пари, додека каматните стапки како последна варијабла во моделот имаат влијание врз останатите варијабли меѓутоа само со временско задоцнување (што е во согласност со теоретските поставки дека ефектите од монетарната политика се чувствуваат со извесно временско задоцнување).

Со цел да се направи попрецизно утврдување и на конкретните ефекти од фискалните стимули, покрај трансмисијата, ќе направиме обид за пресметка на мултипликаторите на јавните расходи и јавните приходи. Фискалните мултипликатори обично се дефинираат како промена во

<sup>226</sup> Во емпириските анализи често при подредувањето на варијаблите во VAR се почнува и од аутпутот, посебно кога се испитува одговорот од политиките на неговата промена.

реалниот БДП или некоја друга мерка за економската активност како резултат на единичната промена на некоја фискална варијабла. Во зависност од периодот за кој се пресметува фискалниот мултипликатор, најчесто се посочуваат неколку начини за негова квантификација. *Тековниот (ударен) мултипликатор* ( $F_m$ ) ја покажува промената што ја предизвикува зголемувањето на некоја фискална варијабла за една единица ( $\Delta f_0$ ) врз економската активност ( $\Delta y_0$ ) во моментот кога се случува шокот. Тој се пресметува на следниот начин:

$$F_m = \frac{\Delta y_{t_0}}{\Delta f_{t_0}}$$

*Акумулираниот фискален мултипликатор* до периодот  $T$  претставува акумулирана промена во индикаторот за економската активност предизвикана од промена на фискалната варијабла за една единица до периодот  $T$ . Во овој контекст се спомнува мултипликатор на краток рок (до една година) и на среден рок (за кој често се зема временски хоризонт од две или три години). Тој се пресметува како:

$$KF_m = \frac{\sum_{t=0}^T \Delta y_t}{\sum_{t=0}^T \Delta f_t}$$

*Максималниот фискален мултипликатор* ја претставува најголемата промена на индикаторот за економската активност за определен временски период (до периодот  $T$ ) предизвикана од промена на фискалната варијабла за една единица во текот на периодот  $t_0$ .

$$MF_m = \frac{\max \Delta y(t_0 + T)}{\Delta f_{t_0}}$$

Пресметката на фискалните мултипликатори е базирана на акумулираната функција импулс-реакција од варијаблата за економската активност (во нашиот случај заради проверка/потврдување на добиените резултати ќе земеме два случаи - во едниот ќе ги користиме стапките на раст на БДП, додека во другиот – производствениот јаз) на шокот во јавните расходи и јавните приходи (ги земаме учествата на јавните приходи и расходи во БДП). Обично за делот на јавните приходи се пресметува даночниот мултипликатор и се користи делот од јавните приходи кој ги опфаќа даночните приходи (најчесто се одземаат трансферите), меѓутоа ние мислиме дека би било посебно интересно да се пресмета мултипликаторот на вкупните јавни приходи имајќи ги предвид големиот број реформи што беа спроведени во претходните години, кои ги опфаќаа и другите ставки покрај даноците (на пр., придонесите) и влијаеја на

промена на структурата на приходите (а со тоа и на нивните ефекти на економската активност). Пресметката може да се претстави на следниот начин:

$$kfm_t^G = \frac{ir_t^{y/G}}{ir_t^{G/G}} * \frac{Y}{G} \quad kfm_t^P = \frac{ir_t^{y/P}}{ir_t^{P/P}} * \frac{Y}{P}$$

каде што  $ir_t^{y/G}$  ја претставува акумулираната импулс-реакција функција на варијаблата за економската активност (стапките на раст на БДП и производствениот јаз) во периодот  $t$  на иницијалниот шок од јавната потрошувачка:  $ir_t^{G/G}$  ја претставува вредноста на импулс-реакција функцијата на јавната потрошувачка во периодот  $t$  на иницијалниот шок во јавната потрошувачка;  $ir_t^{y/P}$  ја претставува акумулираната импулс-реакција функција на варијаблата за економската активност (стапките на раст на БДП и производствениот јаз во периодот  $t$  на иницијалниот шок во јавните приходи:  $ir_t^{P/P}$  ја претставува вредноста на импулс-реакција функцијата на јавните приходи во периодот  $t$  на иницијалниот шок во јавните приходи. Горната формула за пресметка на фискалните мултипликатори се применува кога производството и фискалните варијабли се изразени како апсолутни нивоа (во логаритамска форма), но во нашата анализа нема потреба од вториот член на формулата (односот меѓу производството и фискалните варијабли), бидејќи варијаблите веќе се изразени како процент од БДП). На тој начин, првиот член од горната формула директно ги покажува фискалните мултипликатори. Резултатите од акумулираните функции на одговорите на импулсите на шоковите во јавните приходи и расходи врз база на кои ги пресметуваме фискалните мултипликатори се претставени на Слика бр. 5.6 во анексот.

При оцената на VAR-моделот најпрвин го утврдуваме бројот на заостанувања на променливите кое се вклучени во VAR-моделот. Од вкупно пет критериуми, четири упатуваат на примена на едно заостанување во моделот: (во табела бр. 5.6 се прикажани заостанувањата). Понатаму вршине процена на стабилноста на VAR-моделот – од добиените резултати кои можат да се видат на слика бр.5.4 во анексот, може јасно да се види дека сите корени од карактеристичниот полином се во внатрешноста на кругот на единичен корен, што укажува дека VAR-моделот е стабилен.

### 5.4.3. Податоци и варијабли

При моделирањето на интеракциите и ефектите од фискалната и од монетарната политика во Македонија користиме квартални податоци од првиот квартал на 2000 г. (имајќи ја предвид промената на главниот инструмент на монетарната политика која се случи во почетокот на 2000 г.) до четвртиот квартал на 2011 г. Варијаблите кои се вклучени во емпириската анализа се следниве:

*Модел 1* - САВСГ (циклично приспособено буџетско салдо на централната власт како % од БДП), D (јавниот долг како % од БДП) – бидејќи немавме достапни податоци за оваа варијабла пред 2004 г. за периодот пред тоа за сите квартали е задржана годишната стапка која ни беше достапна. За проверка на издржаноста на резултатите во овој модел, наместо САВСГ, ја користиме и варијаблата PRIMBALCG (примарното буџетско салдо на централната власт како % од БДП). Примарното буџетско салдо е пресметано како разлика помеѓу буџетските приходи и примарните расходи, т.е. каматните плаќања се одземени од вкупните расходи. Движењето на варијаблите користени во Модел 1 може да се види на Графикон бр. 5.40 во анексот.

*Модел 2* - како *варијабли на фискалната политика* се користени: G (сезонски приспособени буџетски расходи како % БДП), P (сезонски приспособени буџетски приходи како % од БДП), веќе го спомнавме D (јавниот долг како % од БДП); *користени се две варијабли за економската активност*: Y (квартални стапки на раст од сезонски прилагодениот БДП – во милиони денари, по постојани цени – референтна е 2005 година) и за потврда на издржаноста на добиените резултати е користен производствениот јаз, пресметан како разлика помеѓу тековниот и потенцијалниот БДП. Во пресметката на потенцијалниот БДП и производствениот јаз е користен еден од најчесто применуваните статистички методи во емпириската литература, т.е. Hodrick-Prescott (HP) филтер-методот ( $\lambda=1600$ ); *како варијабли на монетарната политика* се користени: IR (квартален просек на каматаната стапка на пазарот на пари, која има поизразена флукуација во периодите, меѓутоа доследно ја следи референтната каматна стапка на НБРМ) и DR (девизните резерви како % од БДП). И покрај определбата за дефакто фиксен девизен курс, поради неперфектната капитална мобилност и користењето различни инструменти од страна на НБРМ, ние сметаме дека сепак монетарната политика може да биде активна и затоа е вклучена и ќе биде анализирана во моделот; како индикатор на состојбата во монетарниот сектор во моделот вклучуваме и индикатор за нивото на цените INF (квартална стапка на инфлација, на

годишно ниво, пресметана од CPI индексот). Движењето на варијаблите користени во Модел 1 може да се види на Графикон бр. 5.41 во анексот.

Во продолжение ќе укажеме на некои прилагодувања и тестови кои беа направени на повеќе варијабли – сезонското приспособување беше направено со користење на методот "CENSUS X-12" на некоја од сериите податоци како што се: реалниот БДП, Consumer Price Index (CPI) од кој беше пресметана кварталната инфлација, како и на буџетските приходи и расходи. Со цел да се тестира стационарноста на варијаблите во моделот, беа спроведени Augmented Dickey-Fuller (ADF) и Phillips-Perron (PP) – тестовите за стационарност кои покажаа дека сите варијабли се стационарни во ниво (буџетските приходи и расходи околу нивниот тренд), со исклучок на податоците за јавниот долг/БДП кој е стационарен со ниво на сигнификантност од 0,1 (поточно 0,07), додека серијата за девизните резерви/БДП е нестационарна. Меѓутоа имајќи предвид дека останатите варијабли (земени како нивоа) што се користени во моделот се стационарни, дека тестовите за стабилноста на VAR-моделите покажуваат дека моделите се стабилни, имајќи ја предвид нашата цел да ги пресметаме мултипликаторите на јавните приходи/расходи, мислиме дека ова нема значајно да влијае на резултатите и на исходот на нашата анализа<sup>227</sup>. Треба да потенцираме и дека скоро сите варијабли (со исклучок на INF и IR) се земени во релативни износи (како % од БДП) со цел да ја доловиме нивната вистинска динамика и движење и пореално да го прикажеме нивниот ефект имајќи ја предвид нивната големина споредена со економската активност.

Податоците што се користени во истражувањето се од јавно достапни извори, расположливи во периодот на спроведување на истражувањето: од Министерството за финансии на Македонија се обезбедени податоците за јавните приходи, јавните расходи и јавниот долг; од НБРМ се обезбедени податоците за каматната стапка на пазарот на пари, девизните резерви и стапката на инфлација; додека од Заводот за статистика на Македонија се обезбедени податоците за БДП.

Истражувањето и обработката на варијаблите е направено со користење на софтверот EViews 7.

---

<sup>227</sup> Како и поради старата дилема Sims/ Lutkepohl дали во (S)VAR-моделите варијаблите мора да бидат стационарни.

## 5.4.4. Анализа на резултатите и дискусија

### Модел 1

Најпрвин преку *Granger – causality test* испитуваме дали вредностите со заостанување на една променлива можат да помогнат во предвидување на другата променлива во системот. Од направениот тест се гледа дека единствено јавниот долг (D) со временско заостанување од седум периоди (квартали) помага во предвидување на циклично приспособеното буџетско салдо (CABCG), што значи дека на среден рок (ако краток рок се земе период од 1 г., а веќе период од 2 или 3 г. е среден рок) CABCG реагира на промената на D (види табела бр. 5.4 во анексот).

**Импулс-реакција функции** (сите ефекти/реакции од набљудуваните варијабли се прикажани на слика бр. 5.3 во анексот). Шоковите претставуваат еднократен пораст од една стандардна девијација на анализираните варијабли. Со испрекинати линии се прикажани интервалите од +/- две стандардни грешки. Анализата на шоковите во варијаблите во моделот е анализирана врз база на акумулираните реакции од останатите варијабли.

Импулс-реакција функциите генерално покажуваат дека CABCG (циклично приспособеното буџетско салдо) не реагира значајно на шок од D (јавниот долг /БДП), а исто така и обратната врска е несигнификантна. Доколку поконкретно ги погледнеме добиените резултати (мора да нагласиме дека се несигнификантни), можеме да забележиме дека во моделот каде што редоследот на варијаблите е D - CABCG, акумулираната реакција на CABCG на D покажува дека CABCG реагира негативно (се намалува) во првата година, реакција која до крајот на втората година исчезнува. Во моделот каде што редоследот на варијаблите е CABCG - D, акумулираната реакција на CABCG на D, пак, покажува дека CABCG се зголемува како резултат на шок на долгот, меѓутоа незначајно. Ова, без некоја поголема дилема врз основа на едноставниот тест/модел кој е спроведен, води до заклучокот дека во Македонија при дефинирање на тековната дискрециона фискална политика се води малку сметка за нивото на јавен долг. Понатаму, согласно толкувањето на кое наведува моделот, укажува дека фискалната политика преку повеќе канали (кои беа елаборирани претходно) може да влијае на загрозување на определбата на монетарната политика и таа доминира над монетарната. Иако ова е она што генерално го покажуваат податоците, при поконкретна анализа на добиените резултати треба да ја имаме предвид и економската стварност во Македонија. НБРМ води политика на де факто фиксен девизен курс (додека обврската според Законот претставува стабилност на цените) што наметнува директна цел и обврска за монетарната власт. Ова понатаму упатува на тоа дека во Македонија монетарната политика треба да биде доминантна (фискалната во случајот треба да

биде прудентна и координирана со монетарната), во спротивно нема да може да се следи курсот кој се имплементира од монетарната власт. Друг многу важен факт што треба да се има предвид при донесување заклучоци врз база на добиените резултати претставува и нивото на јавен долг во Македонија. Тоа во анализираниот период значајно е намалено, од 47,9% во 2000 г., на 20,6% во 2008 г. и 30,9% 2012 г. што претставува ниско ниво на задолженост (едно од најниските во Европа), кое овозможува водење фискална политика која посветува помалку внимание на нивото на јавен долг, кое е далеку од црвената зона. Ова се надополнува и со фактот дека со почнување на глобалната економска криза, Македонија (како и најголемиот број земји во светот со доволен фискален простор) почна да спроведува поекспанзивна фискална политика која беше овозможена од ниското ниво на јавни обврски и од потребата од јавна поддршка на економијата. Кон овие факти треба да се додадат и разликите во водењето на економската политика во периодот до 2006 г. и потоа, имајќи ги предвид „условените“ аранжмани со ММФ и ниските нивоа на дефицити во периодот до 2006 г., како и поекспанзивните политики делумно детерминирани од глобалната економска криза во периодот по 2006 г. (емпириска анализа која е спроведена посебно за периодот 2000к1-2006к4 и 2006к1-2011к4 е прикажана во делот во кој ја проверуваме издржаноста на добиените резултати).

*Декомпозицијата на варијансата* е помошна алатка која покажува колку изнесува делот (%) на варијансата на грешката при предвидување на варијаблите во VAR-системот како резултат на шоките од варијаблите (поконкретно ризидуите). Во табелата бр. 5.5 се прикажани резултатите од декомпозицијата на варијансата на грешката на предвидување за определени точки од периодот на предвидување. Како што може да се види од табелата за декомпозиција на варијансата, најголемиот дел од варијансата на грешката на предвидување е објаснет од шокот на самите варијабли, кој благо опаѓа во подоцнежните периоди (квартали). При подредувањето на варијаблите D, CAVCG во моделот, варијансата на грешката на предвидување на D во скоро сите квартали е објаснета од самиот D (во 10. квартал само 0,33% се објаснети со шок во CAVCG), додека варијансата на грешката на предвидување на CAVCG во првиот квартал во само 2,63 е објаснета со шокот во D, додека во 10.квартал само скромни 2,77%. При подредувањето на варијаблите CAVCG, D во моделот варијанса на грешката на предвидување на D во 10. квартал се објаснети 4,66% од шокот во CAVCG, додека варијансата на грешката на предвидување на CAVCG во 10. квартал во само 0,29% е објаснета со шокот во D.

Според тоа, не треба да се избрзува со заклучоците за утврдување на доминантноста на режимот во нашиот случај и тие треба да служат како увертира и отворање на прашањата кои ќе бидат анализирани со Модел 2. Сликата ќе биде комплетирана и со проверка на издржаноста на добиените резултати.

## **Модел 2**

Интеракциите и ефектите од клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) се анализирани со користење на инструментите: функциите импулс-реакција и декомпозицијата на варијансата, коишто се карактеристични за VAR-моделите. Декомпозиција на варијансата ќе биде спроведена за сите варијабли вклучени во моделот, додека со функциите импулс-реакција ќе бидат анализирани ефектите од шоките во  $G$ ,  $Y$ ,  $P$ ,  $D$ ,  $INF$ ,  $DR$ ,  $IR$ , како и функциите на  $G$ ,  $P$ , и  $IR$  (кои иако се повторуваат со резултатите од некои од претходните шокови, посликите ги покажуваат детерминантите на главните инструменти на клучните политики).

**Импулс-реакција функции** (сите ефекти/реакции од набљудуваните варијабли се прикажани на слика бр. 5.5 во анексот). Шоковите претставуваат еднократен пораст од една стандардна девијација на анализираниите варијабли. Со испрекинати линии се прикажани интервалите од +/- две стандардни грешки. Анализата на шоките на варијаблите во моделот е анализирана врз база на акумулираните реакции од останатите варијабли.

*Шок на јавните расходи/БДП ( $G$ )* – шокот (зголемување на учеството на јавните расходи во БДП за околу 3,6 п.п. колку што изнесува една стандардна девијација) резултира со значајно намалување на  $Y$  (продлабочување на производствениот јаз) кое се стабилизира по првата година, меѓутоа сè уште останува во негативната зона со висока сигнификантност на резултатите. Ова укажува на негативно влијание (негативен мултипликатор) од зголемувањето на  $G$  врз економската активност (слична, меѓутоа малку поблага реакција е евидентирана и во моделот за проверка на издржаноста на податоците, кој користи стапки на раст на БДП, наместо производствен јаз како варијабла за економска активност). Како реакција на шокот,  $P$  бележат тренд на зголемување кој станува сигнификантен по првата година и останува во зоната на сигнификантност до 10. квартал (односно скоро целиот период на анализирање).  $D$ , како резултат на шокот, бележи тренд на зголемување којшто е сигнификантен во целиот анализиран период. Како резултат на шокот,  $DR$  бележат тренд на намалување кој станува сигнификантен по вториот квартал и останува сигнификантен до крајот на анализираниот период. Како резултат



на шокот во  $G$  и намалувањето на  $DR$ , монетарната политика реагира и како резултат на тоа, каматната стапка на пазарот на пари ( $IR$ ) бележи значаен тренд на зголемување кој е сигнификантен во првите шест квартали. Ова резултира со намалување на  $INF$ , кое станува сигнификантно по третиот квартал. Доколку се обидеме да ја доловиме целината на сценариото што се случува како резултат на шокот во јавните расходи, тоа би изгледало вака: зголемувањето на јавните расходи предизвикува значајна негативна реакција врз производствениот јаз (оваа реакција ќе се обидеме поконкретно да ја анализираме подолу, во делот каде што се анализираат вредностите на фискалните мултипликатори); по првата година, зголемувањето на јавните расходи упатува на потреба од зголемување на јавните приходи (на среден рок јавните приходи се детерминирани од јавните расходи), додека зголемувањето на јавните расходи целиот период има значајно влијание на зголемувањето/акумуирањето на задолжувањето/јавниот долг; како реакција на зголемените јавни расходи се зголемува увозот (бидејќи Македонија е увозно зависна земја), што ја влошува платно-билансната состојба и тоа влијае на намалувањето на девизните резерви (и на благо зголемување на инфлацијата, за кое резултатите се несигнификантни); намалувањето на девизните резерви е јасен сигнал за монетарната политика којашто силно реагира во првата година зголемувајќи ја референтната каматна стапка (во случајот, каматната стапка на пазарот на пари, која во првиот квартал на зголемување од 1 п.п. во јавните расходи одговора со зголемување од 0,2 п.п., во вториот квартал акумулираната реакција е 0,4 п.п., на крајот од првата година изнесува скоро 1 п.п.), што по првите три квартали сигнификантно влијае на намалувањето на стапката на инфлација. Ова јасно го покажува односот на монетарната и фискалната политика како стратешки супститути, меѓутоа во случајот економската активност се намалува. Според тоа, каде е проблемот?

Шок на јавните приходи/БДП ( $P$ ) – шокот (зголемување на учеството на јавните приходи во однос на БДП за околу 2,5 п.п. колку што изнесува една стандардна девијација) резултира со: зголемување на  $Y$  кое е сигнификантно во првата година (позитивен мултипликатор); намалување на јавниот долг, кое е во зоната на сигнификантност во првите три квартали; намалување во  $DR$ , коешто е сигнификантно во првите шест квартали; мало намалување на  $IR$ , кое е блиско до сигнификантно во првите три квартали; како и благо намалување на  $G$  и  $INF$ , меѓутоа резултатите се несигнификантни. Целосното сценарио што се случува како резултат на шокот во јавните приходи би можело да се толкува на следниот начин: шокот во јавните приходи (поради разните структурни промени, даночни реформи со кои е придружен во духот

на Лаферовата крива) влијае на позитивно проширување на производствениот јаз, како и на поголемо намалување на јавниот долг во споредба со зголемување на јавните расходи (исто така, треба да се има предвид и ефектот во согласност со неокласичната теорија, кој укажува дека порастот на јавните приходи/фискалната консолидација денес влијае на намалувањето на очекувањата на економските субјекти за зголемување на фискалната пресија во иднина, што може да предизвика стимулирање на економската активност во иднина); поради позитивното движење во економската активност, непостоењето опасност од инфлација и несигнификантната реакција на страната на јавните расходи, се отвора простор за монетарната политика и таа реагира со благо намалување на каматната стапка на пазарот на пари и покрај првичното намалување на девизните резерви (монетарната политика го толерира намалувањето на девизните резерви кое најверојатно е предизвикано од позитивниот производствен јаз). Ова повторно го потврдува однесувањето на двете политики како стратешки супститути, меѓутоа укажува и на една интересна констатација – дека во случајот кога имаме рестриктивна фискална политика (шокот на страната на јавните приходи) и скромна експанзија во монетарната политика, движењето во варијаблата за економската активност (производствениот јаз) е позитивно.

Конкретните ефекти од главните инструменти на фискалната политика (јавните приходи и расходи) врз економската активност најчесто се утврдуваат со пресметка на мултипликаторите на јавните приходи и расходи, кои ја покажуваат промената во варијаблата за економската активност на промена во фискалната варијабла за една единица. Согласно дефинирањето на различните мултипликатори кое беше направено во делот за спецификација на моделите и расположливите податоци што ги имаме, направивме обид за нивна пресметка. Резултатите од пресметката на мултипликаторите (ударниот, акумулираниот и максималниот) на јавните приходи и расходи се прикажани во Табела 5.8. Фискалните мултипликатори се пресметани со користење две варијабли за економската активност: стапката на раст на БДП и производствениот јаз.

<b>Табела бр. 5.8</b>				
<b>Фискални мултипликатори</b>				
	<i>Варијабла на економска активност - стапки на раст на БДП</i>		<i>Варијабла на економска активност - производствен јаз</i>	
Период (квартал)	$\frac{ir_t^{y/G}}{ir_t^{G/G}}$	$\frac{ir_t^{y/P}}{ir_t^{P/P}}$	$\frac{ir_t^{y/G}}{ir_t^{G/G}}$	$\frac{ir_t^{y/P}}{ir_t^{P/P}}$
1	-0,37931	0	-0,26549	0
2	-0,36316	0,269544	-0,50303	0,308819

3	-0,33711	0,251477	-0,64978	0,477939
4	-0,29816	0,273224	-0,72228	0,557939
5	-0,27042	0,270225	-0,75342	0,604612
6	-0,2505	0,264059	-0,76628	0,638375
7	-0,23821	0,252053	-0,7735	0,662845
8	-0,23167	0,238624	-0,78139	0,677774
9	-0,22936	0,225639	-0,79281	0,683409
10	-0,22983	0,214617	-0,80876	0,681028
11	-0,23189	0,206161	-0,82916	0,672496
12	-0,23462	0,200345	-0,85326	0,659789

Извор: Пресметки на авторот

Со користење на стапката на раст на БДП/производствениот јаз, како варијабли за економската активност, генерално се утврдува дека мултипликаторот на јавните расходи е негативен, додека мултипликаторот на јавните приходи е позитивен. *Мултипликаторот на јавните расходи со користење на стапката на раст на БДП како варијабла за економската активност покажува:* ударниот се поклопува со максималниот мултипликатор за јавните расходи и истиот изнесува -0,38 во првиот квартал (значи, на зголемувањето на јавните расходи за една единица/1 ден., БДП се намалува најмногу во првиот период за 0,38 единици/ден.); краткорочниот мултипликатор (за кој обично се зема крајот на првата година) изнесува -0,3, додека среднорочниот мултипликатор на крајот на втората и третата година се стабилизираат и изнесуваат -0,23. *Мултипликаторот на јавните приходи покажува:* ударниот мултипликатор изнесува 0,27<sup>228</sup> (со зголемувањето на јавните приходи за една единица/1 ден., БДП се зголемува во првиот квартал за 0,38 единици/ден.); максималниот мултипликатор се поклопува со краткорочниот мултипликатор на крајот од првата година и изнесува 0,27; среднорочниот мултипликатор на крајот од втората година изнесува 0,24, додека на крајот од третата година изнесува 0,2. *Мултипликаторот на јавните расходи со користење на производствениот јаз како варијабла за економската активност покажува:* ударниот мултипликатор изнесува - 0,26 (при зголемување на јавните расходи за една единица/1 ден., производствениот јаз се продлабочува за 0,26 единици/ден.); краткорочниот мултипликатор на крајот од првата година изнесува -0,7, додека среднорочните мултипликатори изнесуваат -0,78 и -0,85 соодветно за втората и трета година; максималниот мултипликатор не може да се утврди во анализираниот период и тој има постојан тренд на благ пораст. *Мултипликаторот на јавните приходи*

<sup>228</sup> Го земаме како ударен мултипликаторот во вториот квартал затоа што во креирањето на моделот беше претпоставено дека економската активност има влијание на јавните приходи во тековниот период, додека истите имаат влијание на економската активност со временско задоцнување.

покажува: ударниот мултипликатор изнесува 0,31<sup>229</sup> (со зголемувањето на јавните приходи за една единица/1 ден., производствениот јаз се проширува за 0,31 единици/ден.); максималниот мултипликатор е достигнат во деветтиот квартал и изнесува 0,68; краткорочниот мултипликатор на крајот од првата година изнесува 0,56, додека среднорочниот мултипликатор на крајот од втората година изнесува 0,67, а на крајот од третата година изнесува 0,66. Посебно интересно во случајот е анализата на негативните вредности што се добиени за мултипликаторите на јавните расходи, кои се разликуваат од оние што се добиени во анализата на Куртиши кој утврдува дека за Македонија ударниот мултипликатор на јавните расходи изнесува 0,5, меѓутоа по третиот квартал поминува во негативна зона, додека мултипликаторот на јавните приходи изнесува 0,2 (меѓутоа треба да се напомене дека резултатите за акумулираните реакции врз основа на коишто ги пресметува мултипликаторите се несигнификантни). Изненадуваат позитивните мултипликатори на јавните приходи што ги добивме и кои ги потврдува и Куртиши, а се потврдуваат и во случајот на Србија, меѓутоа негативните мултипликатори на јавните расходи се она што нè разликува од земјите во регионот (види Ravnik and Zilić, 2011; Куртиши, 2012, Hinić and Miletić, 2013; Karagyozyova-Markova and Piev, 2013). Ова специфично движење на мултипликаторите што ги покажуваат ефектите/ефикасноста на фискалната политика во Македонија заслужува подетална анализа/дискусија. Ппоради тоа, во продолжение ќе посветиме извесно внимание на факторите кои можеби претставуваат причини/објаснување за емпириските резултати.

Различните идентификациски шеми што се користат во VAR-моделите обично имаат определено влијание на оценката на ефектите од фискалната политика на економската активност, што посебно се однесува на ефектите од даночните промени (види Caldara and Karms, 2008). Бројните емпириски студии упатуваат дека мултипликаторите на јавните расходи во новите земји-членки на ЕУ и периферните економии во еврозоната (како што се Шпанија и Португалија) ретко имаа вредности на мултипликаторите над 0,4 (кумулативно за првата година). Овие вредности се значајно пониски во споредба со пресметките за САД, Германија, Франција и В. Британија (во најголемиот број случаи нивното дејство е краткотрајно и исчезнува за еден или два квартали по шокот)<sup>230</sup>. Интересно е тоа што постојат емпириски истражувања кои ја потврдуваат хипотезата за експанзивна фискална контракција (како што е

---

<sup>229</sup> Го земаме како ударен мултипликаторот во вториот квартал затоа што во креирањето на моделот беше претпоставено дека економската активност има влијание на јавните приходи во тековниот период, додека истите имаат влијание на економската активност со временско задоцнување.

<sup>230</sup> Вредностите за даночните мултипликатори се уште пониски и се движат од 0,1 до 0,2.

случајот на Македонија) каде што економската активност, всушност, се зголемува по позитивниот шок во даночните приходи и немаме ефект на „crowding out“ туку ефект на „crowding in“. Ова го потврдува Mirdala (2009), кој во својата емпириска анализа утврдува дека економската активност се зголемила како резултат на шок во даночните приходи во Бугарија, Чешка, Романија, Унгарија и Словачка<sup>231</sup>. Како некои референтни вредности, најчесто мултипликаторите за јавните расходи се движат (види Karagozova-Markova and Piev, 2013): за големи затворени економии 1 – 1,5; за средно големи економии 0,5 – 1; за мали отворени економии под 0,5. Даночните мултипликатори, за споредба, се обично два пати пониски.

Резултатите што ги добивме за негативните вредности на мултипликаторот на јавните расходи (и позитивните мултипликатори за јавните приходи) не се единствен случај која наоѓа оправдување во неокласичната теорија за ефикасноста на фискалната политика. Оваа тенденција во голем број случаи и емпириски е потврдена на примерот на голем број земји. Auerbach и Gorodnichenko (2012) покажуваат дека мултипликаторите во периодите на експанзија се мали, па дури и негативни. Така, кај нив, максималните мултипликатори изнесуваат 0,57 во време на експанзија и 2,48 во време на рецесија (исто така, укажуваат дека вкупниот позитивен фискален мултипликатор се должи на државните инвестиции, а не на јавните тековни расходи). Cogan и др. (2010) во рамките на својот труд во кој ги споредуваат мултипликаторите на јавните расходи во моделите на новите и „старите“ генерации, оценуваат дека фискалниот стимул во САД има многу мали ефекти врз БДП и тоа на краток рок, додека на подолг рок мултипликаторот станува негативен (ова се должи на „ефектот на истиснување“ врз приватната потрошувачка и инвестиции). Fernández и Hernández de Cos (2006) обезбедуваат слични емпириски докази потврдувајќи дека повисоките јавни расходи можат да го стимулираат производството само на краток рок, но тоа ќе има негативни ефекти на производството и инфлацијата на среден рок. Aiyagari и др. (1992), во рамките на неокласичниот модел, покажуваат дека ако промените во јавните расходи се привремени (а не перманентни), тогаш ефектот врз производството е многу мал (една единица зголемување во јавната потрошувачка води до 0,07 единици зголемување во производството. Постојат и други трудови кои ги потврдуваат негативните или незначајно малите ефекти/врски помеѓу јавните расходи и производството, а кои исто така укажуваат и на позитивните ефекти (мултипликатори) кои можат да се појават на страната на јавните приходи (види Aschauer and Greenwood, 1985; Ramey, 2011). Постојат и трудови кои се во насока на

---

<sup>231</sup> Ова најчесто се припишува на значајните структурни промени и реформи што ги прават овие земји на евроинтеграцискиот пат или како резултат на грешки во пресметките.

економијата на понудата и ги објаснуваат силните врски помеѓу промената на даноците и ефектите на страната на понудата (случајот на Р. Македонија) – односно го потврдуваат спротивниот ефект што го има зголемувањето на даноците врз производството, што се должи на очекувањата на економските субјекти за идното движење на даноците (види Mertens and Ravn, 2012).

Анализата на комплексната емпириска литература која ги анализира ефектите/ефикасноста на фискалните инструменти и фискалните мултипликатори како најчести детерминанти на нивното движење упатува дека мултипликаторите се поголеми: во економии во кои имаме неискористени капацитети и каде што невработеноста е од циклична природа; во затворени економии или отворени економии со фиксен девизен курс; доколку нивото на јавен долг, односно фискалната политика е одржлива и доколку економските агенти не очекуваат во иднина компензаторни ефекти/поголеми давачки како резултат на тековната политика; истите зависат од композицијата на фискалниот стимул – поголема е ефикасноста на стимулите имплементирани на страната на јавните расходи отколку оние имплементирани на преку намалување на даноците (се разбира од огромна важност е и структурата на јавните расходи кои се имплементираат); доколку се придружени од експанзивна монетарна политика, односно доколку не е неутрализирана од растот на каматните стапки или апрецијација на валутата (растот на каматната стапка понатаму го зголемува трошокот за инвестиции од приватниот сектор, односно го “истиснува”);<sup>232</sup> фискалните мултипликатори обично се поголеми во време на рецесија кога потребата од ликвидност е поголема (иако е можно и спротивен случај во услови на рецесија поголем дел од домаќинстава и претпријатијата да се посветат на претпазливост, штедење и одложување на плановите); и на крај структурните промени во економијата и големите даночни и реформи во јавното трошење можат значајно да влијаат на големината на ефектите од фискалната политика (ова е посебно релевантно за економиите кои спроведуваат бројни реформи на евроинтеграцискиот пат).

Според погоре наведеното: Што влијае на ефективноста на фискалната политика/фискалните мултипликатори во Македонија? *Мултипликаторот на јавните расходи* – во прилог на позитивните/повисоки мултипликатори е тоа што Македонија е мала отворена економија со фиксен девизен курс, како и релативно ниското ниво на јавен долг и засега одржливата фискална политика. Меѓутоа, многу позначајни и побројни се факторите кои

---

<sup>232</sup> Поедноставно кажано, кога мал дел од дополнителниот доход генериран од стимулот е заштеден од страна на приватниот сектор (значи да биде насочен економските субјекти на кои им е потребна ликвидност) или искористен за увоз на добра и услуги.

влијаат на намалување на ефикасноста на фискалните мултипликатори и на нивниот негативен предзнак: неискористените капацитети и високата стапка на невработеност во доминантен дел не се од циклична природа. Имајќи предвид дека Македонија е увозно зависна земја, зголемените јавни расходи сигнификантно и брзо влијаат на зголемување на увозот и на намалување на девизните резерви, што неминовно води до порестриктивна монетарна политика преку зголемување на каматните стапки и неутрализирање на дел од експанзивноста на фискалната политика. Растот на каматната стапка понатаму го зголемува трошокот за инвестиции што ги презема приватниот сектор, односно преку ефектот „истиснување“ понатаму дополнително влијае на висината на мултипликаторот. Структурата на јавните расходи, исто така, претставува еден од пресудните фактори за ефикасноста на фискалната политика (развојната компонента/капиталните расходи е планирано во Буџетот за 2013 г. да изнесуваат само 10% од вкупните приходи, додека социјалните бенефиции е планирано да изнесуваат околу 30%, додека стоките/услугите и платите/надоместоците околу 33%<sup>233</sup>). Покрај огромното значење на структурата на јавните расходи, од посебно значење е дали тие се упатени на домаќинствата и бизнисите на коишто им се најпотребни и стимулот нема да биде заштеден, туку потрошен/инвестиран (антикризните пакети на Владата веќе беа анализирани – од нив единствено третиот пакет беше директно насочен кон извозните компании и малите и средните бизниси, вториот пакет се стратешки инвестиции кои треба да покажат ефекти на долг рок, првиот пакет претставуваше поддршка за компаниите кои се соочуваат со ликвидносни проблеми и долгови<sup>234</sup>, четвртиот пакет претставуваше еден вид даночна реформа, додека петтиот пакет беше фокусиран на социјалната сфера). Мултипликаторот на јавните приходи<sup>235</sup> – како што веќе беше укажано, позитивните ефекти од позитивниот шок во јавните приходи врз економската активност се потврдуваат во голем број емпириски студии, кои наспроти кејнзијанската филозофија за стимулирање на економската активност со експанзивна фискална политика, покажуваат дека фискалната контракција може да има експанзивни ефекти на економската активност. Објаснување за ваквите ефекти претставуваат големиот број структурни и даночни реформи како и подобрената ефикасност во прибирањето на даночните приходи (беше намалена сивата економија). Позитивните ефекти што ги имаа јавните приходи врз

---

<sup>233</sup> Види сумирани податоци за буџетите на Р. Македонија на <http://www.mkbudget.com.mk/>

<sup>234</sup> Меѓутоа, мала е веројатноста дека тие компании се оние што треба да го предводат растот на македонската економија и да инвестираат во услови на криза.

<sup>235</sup> Треба да напоменеме дека го пресметуваме мултипликаторот на јавните приходи, кој се разликува од пресметките на даночните мултипликатори во голем број студии (во овој случај се одземаат придонесите и трансферите).

економската активност во Македонија ја потврдија теоријата на Лаферовата крива, затоа што во изминатиот период значајно беа намалени даночните стапки (беше воведен рамен данок) и стапките за плаќање на придонеси, додека од друга страна, имаше значајно зголемување на јавните приходи како % од БДП. Исто така, треба да се спомне дека во пресметката на мултипликаторот на јавните приходи ги користиме вкупните јавни приходи како % од БДП, без притоа да ги одземеме трансферите од нив, кои опфаќаат скоро  $1/3$  од јавните приходи и се враќаат (само се прераспределуваат) во економијата.

Имајќи ја предвид претходната анализа, можеме да заклучиме дека постојат голем број прашања кои се однесуваат на функционирањето на трансмисиониот механизам на фискалната политика во Македонија, кои допрва треба уште подетално да се анализираат. Општата комплексност на оваа проблематика, кратките серии со кои располагаме, вклучувајќи ги бројните епизоди на значајни структурни промени, покажуваат дека постојат бројни предизвици за анализирање на макроекономските ефекти од фискалната политика во Македонија.

Шок во економската активност/производствениот јаз ( $Y$ ) - шокот резултира со: зголемување на  $G$  кое е во сигнификантна зона сè до седмиот квартал; зголемување на  $P$  за кое резултатите се несигнификантни; зголемување на  $INF$  до шестиот квартал по што таа се стабилизира (резултатите се несигнификантни), благо намалување на  $DR$  и мало намалување на  $IR$  во првиот квартал, по што следува позначајно зголемување (резултатите се несигнификантни). Ова во послободна интерпретација би изгледало вака: проширувањето на производствениот јаз во позитивна насока е следено од проциклична фискална политика со зголемување на јавните расходи што предизвикува намалување на девизните резерви, зголемување на инфлацијата, што најпрвин (во првиот квартал) е толерирано од монетарната политика, додека во периодот што следува монетарната политика реагира со цел да не дојде до „прегревање“ на економијата (монетарната и фискалната политика и во овој случај дејствуваат како стратешки супститути). Во моделот во кој производствениот јаз беше заменет со стапката на раст на БДП: монетарната политика (сигнификантно првите два квартали) реагира со намалување на  $IR$  како резултат на шокот во стапката на раст на БДП. Објаснувањето е во тоа што зголемувањето на позитивниот производствен јаз сигнализира прегревање на економијата (функционирање над потенцијалното ниво), додека зголемувањето на стапката на раст во услови на криза не мора да значи функционирање над потенцијалот и да повлече зголемување на референтната каматна стапка од НБРМ.



Шок на јавниот долг/БДП ( $D$ ) – резултира со зголемување на  $G$ , меѓутоа ова зголемување станува сигнификантно по шестиот квартал; зголемување на  $DR$ , благо зголемување на  $INF$  по намалувањето во првиот квартал, зголемување на  $P$  и намалување на  $Y$  (меѓутоа сите овие резултати се несигнификантни); зголемување на  $IR$  кое станува сигнификантно по две години (по осмиот квартал). Во послободна интерпретација ова би значело дека зголемувањето на јавниот долг на среден рок води до зголемување на јавното трошење. Ако се има предвид дека јавното задолжување е доминантно во странство, тоа резултира со благо зголемување на девизните резерви, па нивно стабилизирање по осмиот квартал. Ова на среден рок влијае на зголемување на стапката на инфлација, сигнификантна реакција на монетарната политика (значајно зголемување на каматната стапка на пазарот на пари по седмиот квартал), што преку ефектот на „истиснување“ и останатите канали на краток до среден рок влијае на намалување на економската активност.

Инфлациски шок( $INF$ ) – скоро сите резултати на варијаблите во моделот како реакција на шокот во инфлацијата со во несигнификантната зона, меѓутоа сепак ќе го толкуваме накратко нивно иницијално движење. Шокот во  $INF$  води до намалување на  $G$  во првите три квартали, по што следува нивно зголемување. Акумулираната реакција од  $Y$  покажува тренд на зголемување во првата година, по што следува нејзино стабилизирање и намалување (краткорочен ефект од инфлацијата на економската активност).  $D$  и  $DR$  бележат благ тренд на пораст во анализираниот период, додека  $IR$  бележи зголемување, почнувајќи од третиот квартал, аналогно на зголемувањето на  $G$  по третиот квартал.

Шок во каматната стапка на пазарот на пари ( $IR$ ) – резултира со спроведување експанзивна фискална политика преку зголемување на  $G$  кое е сигнификантно во првите три квартали, а почнувајќи од четвртиот квартал следува нивно стабилизирање. Ова повлекува потреба од зголемување на  $P$ , кои бележат тренд на зголемување во целиот анализиран период, меѓутоа резултатите се сигнификантни во првите три квартали. Шокот во  $IR$ , исто така, води до остро намалување на инфлацијата, почнувајќи од вториот квартал и благ тренд на намалување на  $Y$  кој се стабилизира по првата година (резултатите се во несигнификантна зона).

*За сублимирање и појасно претставување на реакциите на главните варијабли/инструменти на монетарната и фискалната политика со останатите варијабли во моделот, ги претставуваме и реакциите/функциите на  $IR$  (монетарната политика) и  $G$ ,  $P$  (фискалната политика), иако дел од овие реакции веќе беа сретнати во претходната анализа.*

Функција на монетарната политика (шокови врз  $IR$  од останатите варијабли) – каматната стапка на пазарот на пари ( $IR$ ) се зголемува (монетарната политика станува рестриктивна) како резултат на шокот во јавните расходи (експанзивната фискална политика) и ова зголемување е во зоната на сигнификантност во првите шест квартали;  $IR$  реагира со тренд на намалување како резултат на затегањето на фискалната политика преку зголемување на  $P$ , што е во зоната на сигнификантност во првите два-три квартали;  $IR$  се зголемува на среден рок како реакција на зголемувањето на јавниот долг, при што ова зголемување станува сигнификантно по седмиот квартал;  $IR$  се намалува (монетарната политика се релаксира) како реакција на зголемувањето на девизните резерви/БДП и ова намалување е во зоната на сигнификантност во првите седум квартали; монетарната политика станува порестриктивна ( $IR$  се зголемува) како реакција на шоковите во инфлацијата и во проширувањето на позитивниот производствен јаз (резултатите се во несигнификантна зона).

Функција на фискалната политика (шокови врз  $G$  од останатите варијабли) –  $G$  во првите две години (осум/девет квартали) сигнификантно се зголемува како реакција на шокот во производствениот јаз, што укажува на процикличноста на експанзивната фискална политика. Тренд на зголемување е регистриран и како реакција на шокот во јавниот долг, кој станува сигнификантен по шестиот квартал, што потврдува дека зголемувањето на јавниот долг не ги загрижува фискалните власти при утврдувањето на јавните расходи. Трета варијабла која има посебно значење во детерминирањето на јавните расходи претставува  $IR$ , чијшто шок предизвикува експанзивен раст на  $G$  којшто е сигнификантен скоро цела година (што го потврдува однесувањето како супститути на двете политики и земањето предвид на позицијата на монетарната политика при дефинирање на фискалната позиција); реакцијата на  $G$  на шоковите во  $P$ ,  $INF$  и  $DR$  е несигнификантна и тие немаат значајно влијание врз детерминирањето на позицијата на јавните расходи, што значи дека освен  $IR$  и  $Y$ , фискалната власт не води сметка за  $P$ ,  $DR$  и  $INF$  при дефинирање на фискалната политика.

Функција на фискалната политика (шокови врз  $P$  од останатите варијабли) – шоковите во  $D$  и  $INF$  немаа сигнификантен ефект врз акумулираниот одговор од  $P$ , додека шокот од  $Y$  има скромно влијание врз зголемувањето на  $P$ , меѓутоа и тоа е во несигнификантна зона.; посебно е интересно тоа што шокот во  $G$  предизвикува тренд на зголемување на  $P$  кое е сигнификантно по третиот квартал, додека шокот во  $IR$ , исто така, предизвикува тренд на благо зголемување на  $P$ , меѓутоа тоа е сигнификантно само во првата година (што значи дека на шок во  $IR$ , фискалната власт реагира експанзивно на страната на јавните расходи и рестриктивно на страната на јавните

приходи); во овој случај е значајна и реакцијата на намалување на  $P$  како резултат на шокот во  $DR$ , кое останува сигнификантно целиот анализиран период (ова покажува дека кога девизните резерви се зголемуваат, се отвора простор за поекспанзивна фискална политика преку  $P$ ).

**Декомпозицијата на варијансата** покажува колку изнесува делот (%) на варијансата на грешката при предвидување на варијаблите во VAR-системот како резултат на шоките од варијаблите (поконкретно, резидуите). Во табела бр.5.7 се прикажани резултатите од декомпозиција на варијансата на грешката на предвидување за определени точки од периодот на предвидување, со цел да се види сигнификантноста на реакциите на иновациите на определените варијабли врз други варијабли во системот.

Како што се гледа од Табела бр. 5.7, најголем дел од варијансата на грешката при предвидување на варијаблите во VAR-системот во почетните периоди (квартали) се објаснува од шокот во самите варијабли, што постепено опаѓа и се зголемува влијанието од шоките од останатите варијабли во системот.

*Декомпозиција на варијансата на  $G$*  – 9,5% од варијансата на грешката на предвидување на  $G$  од петтиот до десеттиот квартал им се припишува на шоките во економската активност (производствениот јаз); 8,7% од варијансата на грешката на предвидување се припишува на  $D$  по втората година (деветтиот и десеттиот квартал); почнувајќи од третиот квартал, 6-7% од варијансата на грешката на предвидување на  $G$  се припишува на шокот во  $IR$ ; влијанието на останатите шокови во детерминирањето на варијансата на грешката на предвидување на  $G$  е скромно (на  $P$  само 2% во десеттиот квартал, на  $INF$  само 2,2 % во десеттиот квартал). Сето тоа ја потврдува реакцијата на јавните расходи на шоките во  $Y$ ,  $D$  и  $IR$  кои беа утврдени при анализата на функциите импулс-реакција.

*Декомпозиција на варијансата на  $P$*  – 15-16% од варијансата на грешката на предвидување на  $P$  од шестиот до десеттиот квартал им се припишува на шоките во  $G$ , што ја потврдува детерминираноста на јавните приходи од јавните расходи на среден рок; 10-11% од варијансата на грешката на предвидување на  $G$ , почнувајќи од петтиот квартал, им се припишува на шоките во  $DR$ , додека 6-7% по петтиот квартал им се припишува на шоките во  $IR$ . Влијанието на шоките од  $Y$  врз варијансата на грешката на предвидување на  $P$  се скромни 4% во деветтиот и десеттиот квартал.

*Декомпозиција на варијансата на Y* – скоро 1/3 (30%)<sup>236</sup> од варијансата на грешката на предвидување на Y, почнувајќи од третиот квартал им се припишува на шоковите во G; 12-13% од варијансата на грешката на предвидување се припишува на P, почнувајќи од третиот квартал; влијанието на останатите шокови врз варијансата на грешката на предвидување на Y се движи од 2 до 3% (D, INF и IR). Ова го потврдува значајното влијание на шоковите од фискалните варијабли врз детерминирањето на економската активност.

*Декомпозиција на варијансата на D* – доминантно влијание врз варијансата на грешката на предвидување на D имаат шоковите во G, во деветтиот/десеттиот квартал ова влијание изнесува околу 27%; 6,8% од варијансата на грешката на предвидување на D во вториот квартал им се припишува на шоковите во P, додека околу 6% во деветтиот/десеттиот квартал им се припишува на шоковите во Y; значајни 13-14% од варијансата на грешката на предвидување на G на среден рок (деветтиот/десеттиот квартал) им се припишува на шоковите во DR.

*Декомпозиција на варијансата на INF* – најголемо влијание (околу 20%) врз варијансата на грешката на предвидување на INF, почнувајќи од крајот на првата година (четвртиот квартал) имаат шоковите во G; скромни 4% од варијансата на грешката на предвидување на INF во десеттиот квартал им се припишува на шоковите во IR (ова го покажува слабата врска помеѓу инструментот на монетарната политика и инфлацијата<sup>237</sup>); од 4-5% почнувајќи од вториот квартал до крајот на периодот на анализирање им се припишува на шоковите во Y.

*Декомпозиција на варијансата на DR* – високи 37% од варијансата на грешката на предвидување на DR, почнувајќи од петтиот квартал, до крајот на анализираниот период, им се припишува на шоковите во G, додека 21% во вториот и третиот квартал (по што влијанието се намалува) им се припишува на шокови во P; 8-9% од варијансата на грешката на предвидување на DR во деветтиот/десеттиот квартал им се припишува на шоковите во IR, додека само 3% во десеттиот квартал на шоковите во Y.

*Декомпозиција на варијансата на IR* – почнувајќи од вториот квартал до крајот на анализираниот период, 21-24% од варијансата на грешката на предвидување на IR им се припишува на шокови во G, додека во истиот период 5-6% на шокови во P; високи 20% од варијансата на грешката на предвидување на IR во првиот квартал им се припишува на шокови

---

<sup>236</sup> Во случајот кога во креирањето на VAR-моделот производствениот јаз е ставен прв во системот и има влијание врз останатите варијабли во тековниот период, 10-12 % од варијансата на грешката на предвидување на Y по третиот квартал се објаснува со шоковите во G и P.

<sup>237</sup> Меѓутоа, во случајот треба да се има предвид ниското ниво на инфлација во доминантен дел од анализираниот период и влијанието на факторите на страната на понудата во периодите кога инфлацијата има посигнификантни стапки, што не изнудува силен одговор од монетарната политика.

во DR (овој процент постепено опаѓа во подоцнежните периоди); на среден рок деветтиот/десеттиот квартал) 13-14% од варијансата на грешката на предвидување на IR им се припишува на шоките во D, додека почнувајќи од шестиот квартал 7-9% им се припишува на шоките во Y; само 1-2% од варијансата на грешката на предвидување на IR од шестиот до десеттиот квартал им се припишува на шоките во INF. Ова јасно ја покажува грижата на монетарната политика (земањето предвид на нејзината реакциона функција) најпрвин за нивото на девизните резерви, но не помалку се земаат предвид јавните расходи, јавниот долг и производствениот јаз. Ако ова го споредиме со варијансата на грешката на предвидување на G, ќе утврдиме дека значајно пониско ниво од варијансата на грешката на предвидување на G им се припишува на шоките во IR (максимални 7% во петтиот квартал), додека влијанието на шоките во DR и INF е скромно. Ова укажува на извесна доминантност на фискалната над монетарната политика во Македонија, имајќи предвид дека при дефинирањето на монетарната политика значајно влијание имаат фискалните варијабли, додека од друга страна, влијанието на монетарните варијабли врз фискалната реакциона функција е скромно.

#### 5.4.5. Проверка на издржаноста на резултатите

При проверката на издржаноста на резултатите правиме неколку промени во варијаблите што се користени во моделите, промена во нивниот редослед и често користената техника на делење на периодот кој е анализиран во два дела (потпериоди) со цел да се види дали резултатите што се добиени се потврдуваат во двата посебни периоди, а воедно и да се утврдат разликите доколку постојат. Поради бројните измени и тестови кои се направени со цел да не се оптовари трудот, во продолжение ќе бидат анализирани и ставени во прилог само деловите каде што разликите со примената на различните модели/техники се значајни за нашата анализа<sup>238</sup>.

**Модел 1** – најпрвин правиме замена на варијаблата CABCG (циклично приспособено буџетско салдо на централната власт како % од БДП) со варијаблата PRIMBALCG (примарното буџетско салдо на централната власт како % од БДП) со цел да видиме дали покрај дискреционата компонента на фискалната политика, можеби примарното буџетско салдо во кое е вклучена и реакцијата на автоматските стабилизатори реагира (го зема предвид) нивото на јавните обврски (или обратно). Исто така, го делиме анализираниот период на два потпериоди: I

<sup>238</sup> Останатите резултати од дополнителните анализи се достапни на барање од авторот на дисертацијата.

потпериод – од 2000к1 до 2006к4 и вториот потпериод од 2006к1 до 2011к4. Најзначајните разлики добиени со анализата на издржаноста на резултатите се претставени на слика бр.5,7 во анексот.

Замената на варијаблата САВСГ (циклично приспособено буџетско салдо на централната власт како % од БДП) со варијаблата PRIMBALCG (примарното буџетско салдо на централната власт како % од БДП) не направи некои позначајни разлики во претходно добиените резултати. Поделбата на анализираниот период на два потпериоди: I период – од 2000к1 до 2006к4 и вториот потпериод од 2006к1 до 2011к4 укажа на следниве разлики (резултатите од функциите импулс-реакција остануваат во зоната на несигнификантност): во анализираниот период од 2000к1 до 2006к4 (и во двата случаја на подредување на варијаблите) акумулираните функции импулс-реакција покажуваат дека САВСГ се намалува како резултат на шокот во D и оваа реакција се засилува во подоцнежните квартали; во вториот период од 2006к1 до 2011к4 акумулираните функции импулс-реакција покажуваат дека по благата реакција на намалување на САВСГ како резултат на шок/зголемување на D - САВСГ, почнувајќи од вториот квартал, почнува да се зголемува (при подредување на варијаблите САВСГ - D, ова зголемување на САВСГ на шокот на D е уште посилено и блиску до сигнификантно) и се стабилизира по првата година. Ова со значајна доза на резерва може да укаже дека во периодот од 2000к1 до 2006к4 се посветувало определено внимание на јавните обврски при утврдување на дискреционата фискална политика, додека во вториот период од 2006к1 до 2011к4 дискреционата фискална политика била утврдува независно од јавните обврски. Ова, како што спомнавме, покрај големата доза на резерва при толкувањето е резултат на повисокото ниво на јавен долг и „условените“ аранжмани со ММФ во првиот период, во споредба со ниското ниво на јавен долг, како и на ефектите од глобалната економска криза врз фискалните варијабли во вториот период (што укажува на монетарно доминантен режим во првиот период и фискално доминантен режим во вториот период).

**Модел 2** – за утврдување на издржаноста на резултатите ги анализираме резултатите од VAR-моделите со направените измени и ги споредуваме со резултатите од нашиот модел. Како што спомнавме, деловите што ги потврдуваат истите резултати нема да бидат посебно коментирани и нашиот фокус ќе биде ставен на деловите што потенцираат определена реакција или истите се спротивставени на нашата анализа/резултати. Посебно корисно за нашата анализа претставува поделбата на анализираниот период на два периоди и споредбата на резултатите од двата периоди (2000к1 до 2006к4 и од 2006к1 до 2011к4) што ни овозможува да видиме од кој период

потекнуваат определените специфични реакции во анализата. Исто така, нашата главна анализа е надополнувана со заклучоците од VAR-моделот во кој се користат стапките на раст на БДП, наместо производствениот јаз. Направени се следните дополнителни анализи за верификација на издржаност на резултатите (утврдените разлики се конкретно наведени):

I. Го заменуваме производствениот јаз (како варијабла за економската активност) со стапката на раст на БДП со цел да видиме дали ефектите врз економската активност од останатите варијабли и ефектите од економската активност врз останатите варијабли во моделот остануваат исти (види слика бр. 5.8 во анекс);

- *Шок од G*: економската активност (стапките на раст на БДП) по првичната значајно негативна реакција, имаме благо закрепнување, но сè уште реакцијата е во негативна зона (по 4 кв. резултатите стануваат несигнификантни), што ги потврдува резултатите од нашата анализа; одговорот на монетарната политика, односно зголемувањето на каматната стапка на пазарот на пари е малку поголемо и останува сигнификантно во целиот анализиран период;

- *Шок од P*: помало зголемување на  $Y$ , кое е во сигнификантната зона во првите два квартали;

- *Шок од  $Y$* : акумулираниот одговор од јавните расходи е несигнификантен додека монетарната политика ја толерира оваа состојба и каматната стапка на пазарот на пари се намалува (резултатите се во сигнификантна зона во првите два квартали), иако имаме намалување на девизните резерви, за кое исто така резултатите се сигнификантни во првите два квартали. Ова е спротивно со нашата анализа каде што монетарната политика значајно реагира на проширувањето на позитивниот производствен јаз. Меѓутоа, треба да се има предвид дека зголемувањето на позитивниот производствен јаз сигнализира прегревање на економијата (функционирање над потенцијалното ниво), додека зголемувањето на стапката на раст во услови на криза не мора да повлече зголемување на референтната каматна стапка од НБРМ.

- *Шок од INF*: акумулираниот одговор од  $Y$  е во негативна насока (резултатите се во несигнификантна зона), спротивно со нашата анализа каде што одговорот е во позитивна насока (меѓутоа и таму резултатите се несигнификантни).

- *Шок од IR* – кај стапките на раст на БДП имаме пораст (резултатите се несигнификантни), додека од друга страна, во основната анализа со производствениот јаз, имаме негово продлабочување (ова е во насока на објаснувањето за разликата помеѓу производствениот јаз и стапката на раст на БДП како варијабли за економската активност. Исто така, незначајна

разлика се појавува кај реакцијата на јавните расходи којашто е позитивна, меѓутоа резултатите се несигнификантни.

- *Реакциона функција на монетарната политика* (каматната стапка на пазарот на пари) – шокот од економската активност е толериран и каматната стапка на пазарот на пари се намалува (резултатите се сигнификантни во првите три квартали).

- *Реакциона функција на фискалната политика (расходи)* – многу мало зголемување во првиот квартал, па намалување на  $Y$  (меѓутоа резултатите се несигнификантни), исто така и реакцијата на каматната стапка на пазарот на пари е помалку зголемена и резултатите се несигнификантни.

**II.** Имајќи предвид дека постоеше извесна дилема за подредувањето на варијаблите во VAR-моделот што го креиравме, посебно во врска со тоа дали варијаблата за економската активност треба да биде прва во редоследот и истовремено да влијае на сите други варијабли (како што користат дел од моделите што ги анализираат врските помеѓу економската активност и економските политики), направивме измена во подредувањето каде што производствениот јаз ( $Y$ ) го ставаме прв во моделот по кој следуваат  $G$ ,  $P$ ,  $D$ ,  $INF$ ,  $DR$ ,  $IR$  (види слика бр. 5.9 во анексот);

- *Шок од  $Y$* : Промени кои се забележуваат: расходите најпрвин сигнификантно се намалуваат за по вториот квартал да се зголемат (меѓутоа промената станува несигнификантна) – ова е спротивно на нашата анализа каде што тие бележат сигнификантен раст во целиот период; долгот се намалува уште посигнификантно; инфлацијата посигнификантно се зголемува во вториот квартал; по намалувањето на  $IR$  во првите пет квартали следува нејзино стабилизирање (меѓутоа резултатите се во зоната на несигнификантност).

- *Шок од  $G$* : се потврдуваат резултатите дека јавните расходи негативно влијаат на економската активност (резултатите се сигнификантни во првата година).

- *Шок од  $P$* : уште поизразен раст на  $Y$  на шокот од  $P$  кој останува сигнификантен во текот на целата година.

- *Реакциона функција на монетарната политика* (каматната стапка на пазарот на пари) – намалување на каматната стапка на пазарот на пари како резултат на шок од производствениот јаз, која се стабилизира по петтиот квартал (резултатите се сигнификантни во првите два квартали), споредено со нашата анализа во која реакцијата е несигнификантна;



зголемување на каматната стапка на пазарот на пари како одговор на шокот во јавните расходи, што останува сигнификантно за целиот анализиран период (подолго од нашата анализа каде што резултатите се сигнификантни до петтиот квартал).

- *Реакциона функција на фискална политика (расходи)*— јавните расходи се намалуваат како резултат на шокот во  $Y$ , по што во петтиот квартал следува нивно стабилизирање и благо зголемување (резултатите се сигнификантни во првите два квартали). Во споредба со нашата централна анализа, во која јавните расходи значајно се зголемуваат и резултатите остануваат сигнификантни во целиот анализиран период.

**III.** Анализата во Модел 1 покажа дека јавниот долг во Македонија не реагира на промената на  $SABCG$  и  $PRIMBALCG$ , како и дека промената/реакцијата на овие варијабли на шокот на јавниот долг е скромна. Меѓутоа, при дефинирање на редоследот на варијаблите во моделот, согласно економската теорија и ситуацијата во државата, можеме да претпоставиме дека при дефинирање на јавните расходи (кои во моделот ги ставаме на прво место), креаторите на политиките имаат сознание за нивото на јавен долг, па врз таа претпоставка него го ставаме на прво место во моделот за да ги видиме како тоа ќе влијае на нашите првично добиени резултати (види слика бр. 5.10 во анекс).

- *Шок од  $G$* : реакцијата на јавниот долг е несигнификантна, се потврдува негативното влијание врз производствениот јаз од зголемување на јавните расходи; позначајно зголемување на јавните приходи (резултатите се во сигнификантна зона првите две години).

- *Шок од  $Y$* : поголемо намалување на јавниот долг (резултатите се сигнификантни во првите 6 квартали); уште позначајно е зголемувањето на јавните расходи, што останува сигнификантно целиот анализиран период.

- *Шок од  $D$* : се потврдува значајното влијание врз зголемувањето на јавните расходи кое станува сигнификантно по првата година; позначајно продлабочување на производствениот јаз, што станува сигнификантно по вториот квартал.

- *Реакциона функција на монетарната политика (каматната стапка на пазарот на пари)*: поголемо влијание на јавниот долг врз зголемување на  $IR$ , што станува сигнификантно по првата година; поголемо влијание на производствениот јаз врз зголемување на  $IR$ , што станува сигнификантно по седмиот квартал.

- *Реакциона функција на фискална политика (расходи)*: се потврдува значајното влијание врз зголемувањето на јавните расходи како резултат на шок во долгот, меѓутоа истото станува

сигнификантно по првата година; уште позначајно зголемување на јавните расходи како резултат на шок во производствениот јаз, што останува сигнификантно целиот анализиран период.

**IV.** Како и во Модел 1, исто така, го делиме анализираниот период на два потпериоди: I период – од 2000к1 до 2006к4 и вториот потпериод од 2006к1 до 2011к4, со цел да видиме дали резултатите што се добиени се потврдуваат во двата посебни периоди и дали економските политики и ефектите од нив укажуваат на некоја разлика во двата периоди. Ова, исто така, е посебно важно имајќи предвид дека овие периоди се поклопуваат со промената на режимот на водење на економските политики која започна 2005/2006 г. и со почетокот на глобалната економска криза во вториот период чии ефекти почнаа да се чувствуваат од 2008/2009 г. (види слика бр. 5.11 во анексот).

- Шок од G: во првиот период позначајно продлабочување на производствениот јаз (што е сигнификантно во првите пет квартали) споредено со вториот период, каде што исто така производствениот јаз се продлабочува, меѓутоа поблаго (резултатите се сигнификантни во првата година); во првиот период јавните приходи значајно се зголемуваат и сигнификантноста трае две години, додека во вториот период зголемувањето на приходите е во зоната на несигнификантност; инфлацијата побргу се намалува (резултатите се сигнификантни од вториот до шестиот квартал), додека во вториот, таа е во зоната на несигнификантност; влијанието врз инфлацијата е најверојатно како резултат на порестриктивната монетарна политика, што го покажува позначајното зголемување на каматната стапка на пазарот на пари, кое останува сигнификантно во првите три квартали, додека во вториот период зголемувањето е во зоната на несигнификантност.
- Шок од Y: во првиот период имаме значајно зголемување на јавните расходи (што останува во сигнификантна зона десет квартали по шокот), несигнификантен пораст на јавните приходи, значајно зголемување на јавниот долг (што е во сигнификантна зона од вториот до осмиот квартал), намалување на каматната стапка на пазарот на пари во првиот квартал и во вториот квартал – нејзино зголемување (што е во сигнификантна зона од 5. до 8. квартал). Во вториот период јавните расходи се зголемуваат, меѓутоа резултатите се несигнификантни, јавните приходи благо се зголемуваат (резултатите се сигнификантни во првите три квартали), јавниот долг се намалува (резултатите се сигнификантни во првата година), девизните резерви

значајно се намалуваат во првите седум квартали по шокот, додека каматната стапка на пазарот на пари се зголемува и резултатите се сигнификантни осум квартали по шокот.

- *Шок од P*: Во првиот период имаме позитивно зголемување на производствениот јаз (меѓутоа резултатите се несигнификантни), намалување на каматната стапка на пазарот на пари, коешто е во сигнификантна зона од вториот до четвртиот квартал, додека реакцијата на инфлацијата и девизните резерви е несигнификантна. Во вториот период имаме позитивно зголемување на производствениот јаз коешто е сигнификантно во првите два квартали, инфлацијата бележи зголемување коешто е сигнификантно во првите два квартали, девизните резерви бележат тренд на намалување коешто е сигнификантно во првите пет квартали, додека каматната стапка на пазарот на пари се зголемува, меѓутоа резултатите се несигнификантни.
- *Шок од D*: Во првиот период се сигнификантни резултатите за зголемување на јавните расходи од четвртиот до десеттиот квартал, производствениот јаз бележи позитивно зголемување коешто е сигнификантно во првите два квартали, каматната стапка на пазарот на пари бележи тренд на зголемување кој е посебно сигнификантен почнувајќи од 4. квартал до крајот на анализираниот период. Во вториот период јавните расходи бележат тренд на намалување, меѓутоа резултатите се несигнификантни, додека резултатите за реакцијата на производствениот јаз и каматната стапка на пазарот на пари се несигнификантни.
- *Шок од INF*: Во првиот период имаме зголемување на нивото на јавен долг коешто е во сигнификантна зона од првиот до третиот квартал, каматната стапка на пазарот на пари бележи зголемување коешто е сигнификантно во вториот и во третиот квартал, додека нема забележано сигнификантна реакција на нивото на аутпут (иако има тренд на благ пад); во вториот период, производството бележи тренд на зголемување којшто е сигнификантен цела година (краткорочниот ефект од инфлацијата произлегува од вториот период), каматната стапка на пазарот на пари бележи тренд на намалување коешто е сигнификантно во првата година, додека одговорот од страна на јавниот долг е несигнификантен.
- *Реакциона функција на монетарната политика* (каматната стапка на пазарот на пари): во првиот период IR се зголемува како реакција на зголемувањето на јавните расходи и оваа реакција е сигнификантна во првата година; IR се намалува како реакција на шокот во јавните приходи што, исто така, е сигнификантно во првата година (значи ова јасно го покажува нивното однесување како супститути). IR по пет квартали се зголемува како резултат на шокот во производствениот јаз, исто така, по пет квартали почнуваат да стануваат сигнификантни резултатите и за зголемувањето на IR како резултат на зголемувањето на јавниот долг. Скоро

во целиот анализиран период (резултатите се сигнификантни од прв до осми квартал) IR бележи благ тренд на зголемување како резултат на порастот на инфлацијата. Во вториот период, сликата е малку поинаква - реакцијата на IR на зголемувањето на јавните расходи и јавниот долг е несигнификантно. IR покажува тренд на зголемување при шок во јавните приходи, што е блиску до сигнификантен во првите пет квартали (ова покажува дека двете политики во овој период повеќе се однесувале како комплементари). IR брзо реагира со зголемување при шокот во производниот јаз, реакција којашто е сигнификантна скоро осум квартали. Што се однесува до реакцијата на инфлацијата, IR во овој период реагира со благо намалување, што го покажува сигнификантноста на резултатите во првите четири квартали.

- *Реакциона функција на фискалната политика (расходи):* Во првиот период имаме зголемување на јавните расходи како резултат на шокот во производствениот јаз и јавниот долг (резултатите се сигнификантни скоро во целиот анализиран период), додека во вториот период реакциите на јавните расходи на наведените шокови се несигнификантни.
- *Реакциона функција на фискалната политика (приходи):* Во првиот период имаме зголемување на јавните приходи како резултат на шокот во јавните расходи (резултатите се сигнификантни во првите седум квартали), нема реакција на шокот во производствениот јаз и имаме нивно намалување како резултат на шокот во девизните резерви (резултатите се сигнификантни во првите шест квартали). Во вториот период јавните приходи бележат тренд на намалување како резултат на шокот на јавните расходи (меѓутоа резултатите се несигнификантни), несигнификантна е нивната реакција на девизните резерви, додека истите реагираат позитивно/зголемување на шокот во производствениот јаз (резултатите се сигнификантни во првите три квартали).

Од направената анализа и споредба на резултатите од модифицираните модели со цел да направиме верификација на резултатите од нашата анализа (Модел 2), го утврдиме следното:

- резултатите од нашата анализа скоро во целост се потврдуват и од спроведените паралелни анализи за проверка;
- во сите случаи се потврдува негативната реакција на варијаблата за економска активност на шокот во G, како и нејзината позитивна поврзаност со шокот во P, што е од особена важност за фискалната политика<sup>239</sup>;

---

<sup>239</sup> Единствено во VAR моделот каде што користиме стапки на раст на БДП и истите се ставени на прво место во рекурзивниот VAR, влијанието намалувањето на Y како реакција на шокот во G е во несигнификантна зона (иако намалување повторно се констатира). Оваа модификација за проверка на

- сумирање на разликите/заклучоците кои произлегуваат од делењето на анализираниот период на два потпериоди: I период – од 2000к1 до 2006к4 и вториот потпериод од 2006к1 до 2011к4 ќе бидат претставени со финалните заклучоци од анализата;
- се појавуваат скромни број позначајни разлики:
  - во моделот во кој производствениот јаз беше заменет со стапката на раст на БДП: монетарната политика (сигнификантно првите два квартали) реагира со намалување на IR како резултат на шокот во стапката на раст на БДП, додека во главната анализа, таа реагира со зголемување на IR на шок во производствениот јаз. Објаснувањето на ова претставува тоа што зголемувањето на позитивниот производствен јаз сигнализира прегревање на економијата (функционирање над потенцијалното ниво), додека зголемувањето на стапката на раст во услови на криза не мора да повлече зголемување на референтната каматна стапка од НБРМ.
  - Друга разлика се појавува во моделот во кој производствениот јаз е ставен како прва варијабла во моделот, кој има влијание на сите останати варијабли во тековниот период: при шок во Y, расходите најпрвин сигнификантно се намалуваат, а по вториот квартал тие се зголемуваат (меѓутоа промената станува несигнификантна) – ова во еден дел се разликува од основната анализа каде што истите бележат сигнификантен раст во целиот период; при намалување на каматната стапка на пазарот на пари како резултат на шок од производствениот јаз, која се стабилизира по петтиот квартал (резултатите се сигнификантни во првите два квартали), споредено со нашата анализа во која реакцијата е несигнификантна;

## 5.4.6. Заклучни согледувања

### Модел 1

- ✓ Анализата покажува дека САВСГ (циклично приспособеното буџетско салдо) не реагира значајно на шок од D (јавниот долг /БДП), а исто така и обратната врска е несигнификантна. Според тоа, врз основа на едноставниот тест/модел којшто е применет, се доаѓа до заклучокот дека во Македонија во анализираниот период, при дефинирање на тековната дискрециона фискална политика, се води малку сметка за нивото на јавни обврски, што укажува дека фискалната може да влијае на загрозување на определбата на монетарната политика и таа е доминантна над монетарната (ова се потврдува и со декомпозиција на варијансата која покажува дека варијансата на грешката на предвидување на САВСГ се објаснува со шокот во јавниот долг од само 2 до 4%).
- ✓ Направената подетална анализа со делење на анализираниот период на два потпериода: I период: од 2000к1 до 2006к4 и вториот период: од 2006к1 до 2011к4 со значајна доза на резерва (имајќи ја предвид должината на сериите) укажува дека во периодот од 2000к1 до 2006к4 се посветувало определено внимание на јавните обврски при утврдување на дискреционата фискална политика, додека во вториот период, од 2006к1 до 2011к4, дискреционата фискална политика била креирана независно од јавните обврски (што укажува на монетарно доминантен режим во првиот период и фискално доминантен режим во вториот период).
- ✓ Од направениот *Granger – causality* тест се гледа дека единствено јавниот долг (D) со временско заостанување од седум периоди (квартали) помага во предвидување на циклично приспособеното буџетско салдо (САВСГ), што значи дека на среден рок САВСГ реагира на промената на D.
- ✓ При толкувањето на добиените резултати од емпириската анализа треба да се има предвид економската стварност во Македонија во анализираниот период: НБРМ води политика на де факто фиксен девизен курс што наметнува директна цел и обврска, која упатува на тоа дека во Македонија монетарната политика треба да биде доминантна, во спротивно, доколку не се води прудентна фискална политика (во согласност со монетарната цел), нема да може да се следи курсот кој се имплементира од монетарната власт; во анализираниот период нивото на јавен долг значајно е намалено (од 47,9% во 2000 г., 20,6% во 2008 г. и 30,9% 2012 г.) што претставува ниско ниво на задолженост, кое што овозможува водење фискална политика која

посветува помалку внимание на нивото на јавен долг, кое е далеку од црвената зона; со појавата на глобалната економска криза, Македонија (како и најголемиот број земји во светот со доволен фискален простор) почна да спроведува поекспанзивна фискална политика која беше овозможена од ниското ниво на јавни обврски и потребата од јавна подршка на економијата; треба да се имаат предвид и разликите во водењето на економската политика во периодот до 2006 г. и потоа имајќи ги предвид „условените“ аранжмани со ММФ и ниските нивоа на дефицити во периодот до 2006 г., како и поекспанзивните политики делумно детерминирани од глобалната економска криза во периодот по 2006 г.

## Модел 2

✓ Зголемувањето на јавните расходи резултира со значајно негативно продлабочување на производствениот јаз коешто се стабилизира по првата година, меѓутоа сè уште останува во негативната зона со висока сигнификантност на резултатите. Ова укажува на негативното влијание (негативен мултипликатор) од зголемувањето на  $G$  врз економската активноост. Резултатите се потврдени и со користењето на различните модификации на моделот кој е користен во нашето истражување. Трансмисиониот канал на експанзивната фискална политика при зголемувањето на јавните расходи (фискален стимул на страната на јавните расходи) изгледа вака: по првата година, зголемувањето на јавните расходи влијае на зголемувањето на јавните приходи (на среден рок јавните приходи се детерминирани од јавните расходи), зголемувањето на јавните расходи целиот период има значајно влијание на зголемувањето/акумуирањето на задолжувањето/јавниот долг; како реакција на зголемените јавни расходи се зголемува увозот (бидејќи Македонија е увозно зависна земја), што ја влошува платно-билансната состојба и тоа влијае на намалувањето на девизните резерви (и на благо зголемување на инфлацијата); намалувањето на девизните резерви е јасен сигнал за монетарната политика којашто силно реагира во првата година зголемувајќи ја референтната каматна стапка, што по првите три квартали сигнификантно влијае на намалувањето на стапката на инфлација.

✓ Зголемувањето во јавните приходи (поради разните структурни промени, даночни реформи со кои е придружен во духот на Лаферовата крива) влијае на позитивно проширување на производствениот јаз, како и на поголемо намалување на јавниот долг во споредба со зголемувањето на јавните расходи. Трансмисиониот канал на експанзивната фискална политика со зголемување на јавните приходи изгледа вака: шокот во јавните приходи влијае на позитивно

проширување на производствениот јаз, како и на поголемо намалување на јавниот долг во споредба со зголемувањето на јавните расходи; поради позитивното движење во економската активност, непостоењето опасност од инфлација и несигнификантната реакција на страната на јавните расходи, се отвора простор за монетарната политика која реагира со благо намалување на каматната стапка на пазарот на пари и покрај првичното намалување на девизните резерви (монетарната политика го толерира намалувањето на девизните резерви кое најверојатно е предизвикано од позитивниот производствен јаз.

✓ Со користење на стапката на раст на БДП и производствениот јаз како варијабли за економската активност, генерално е утврдено/пресметано дека мултипликаторот на јавните расходи е негативен, додека мултипликаторот на јавните приходи е позитивен. *Мултипликаторот на јавните расходи со користење на стапката на раст на БДП како варијабла за економската активност покажува:* ударниот се поклопува со максималниот мултипликатор за јавните расходи и истиот изнесува -0,38 во првиот квартал; краткорочниот мултипликатор изнесува -0,3, додека среднорочниот мултипликатор на крајот на втората и третата година се стабилизира и изнесува -0,23. *Мултипликаторот на јавните приходи покажува:* ударниот мултипликатор изнесува 0,27; максималниот мултипликатор се поклопува со краткорочниот мултипликатор на крајот од првата година и изнесува 0,27; среднорочниот мултипликатор на крајот од втората година изнесува 0,24, додека на крајот од третата година изнесува 0,2. Мултипликаторот на јавните расходи со користење на производствениот јаз како варијабла за економската активност ги потврдува овие тенденции.

### Што влијае на ефективноста на фискалната политика/фискалните мултипликатори во Македонија?

✓ *Мултипликаторот на јавните расходи* – во прилог на позитивните/повисоки мултипликатори е тоа што Македонија е мала отворена економија со фиксен девизен курс, како и релативно ниското ниво на јавен долг и засега одржливата фискална политика. Меѓутоа многу позначајни и побројни се факторите кои влијаат на намалување на ефикасноста на фискалните мултипликатори и на нивниот негативен предзнак: неискористените капацитети и високата стапка на невработеност во доминантен дел не е од циклична природа; имајќи предвид дека Македонија е увозно зависна земја, зголемените јавни расходи сигнификантно и брзо влијаат на зголемување на увозот и намалување на девизните резерви, што неминовно води до порестриктивна монетарна политика преку зголемување на каматните стапки и неутрализирање на дел од еспанзивноста на фискалната политика; растот на каматната стапка понатаму води до



ефектот „истиснување“; структурата на јавните расходи, насочена, пред сè, за тековни и социјални намени, исто така, претставува еден од пресудните фактори за ефикасноста на фискалната политика (развојната компонента/капиталните расходи е планирано во Буџетот за 2013 г. да изнесуваат само 10% од вкупните расходи); фискалниот стимул кон домаќинствата и бизнисите на коишто им е најпотребен нема да биде заштеден, туку потрошен/инвестиран (од антикризните пакети на Владата единствено третиот пакет беше директно насочен кон извозните компании и малите и средните бизниси).

✓ *Мултипликаторот на јавните приходи* – како што веќе беше укажано, позитивните ефекти од позитивниот шок во јавните приходи врз економската активност се потврдуваат во голем број емпириски студии, кои наспроти кејнзијанската филозофија за стимулирање на економската активност со експанзивна фискална политика, покажуваат дека фискалната контракција може да има експанзивни ефекти на економската активност; објаснување за ваквите ефекти претставуваат големиот број структурни и даночни реформи, како и подобрената ефикасност во прибирањето на даночните приходи (беше намалена сивата економија); позитивните ефекти што ги имаа јавните приходи врз економската активност во Македонија ја потврдија теоријата на Лаферовата крива, затоа што во изминатиот период значајно беа намалени даночните стапки (беше воведен рамен данок) и стапките за плаќање на придонеси, додека од друга страна имаше значајно зголемување на јавните приходи како % од БДП, Исто така, треба да се спомне дека во пресметката на мултипликаторот на јавните приходи ги користиме вкупните јавни приходи како % од БДП без притоа да ги одземеме трансферите од нив, кои опфаќаат скоро 1/3 од јавните приходи и истите се враќаат (само се прераспределуваат) во економијата. Ваквите резултати не се потврдени кај други земји кои го следат евроинтеграцискиот пат (Бугарија, Словачка, Унгарија, Србија, Чешка итн.). *Интересно е во оваа насока да се спомне дека во периодот 2000-2006 г. имаме поголем негативен ефект од шокот во јавните расходи врз економската активност, иако и во периодот од 2006-2011 год. ефектот врз економската активност е негативен, што сепак во еден дел ја потврдува тезата дека мултипликаторите се поголеми/поефикасни во време на економски кризи и рецесии.*

✓ Шокот во економската активност (проширувањето на позитивниот производствен јаз) е следен од проциклична фискална политика со зголемување на јавните расходи, што предизвикува намалување на девизните резерви, зголемување на инфлацијата, што најпрвин (во првиот квартал) е толерирано од монетарната политика, додека во периодот што следува

монетарната политика реагира со цел да не дојде до „прегревање“ на економијата (монетарната и фискалната политика и во овој случај дејствуваат како стратешки супститути).

✓ Шокот/зголемувањето на јавниот долг на среден и на долг рок води до зголемување на јавното трошење, исто така, имајќи предвид дека јавното задолжување е доминантно во странство, резултира со благо зголемување на девизните резерви, па нивно стабилизирање по осмиот квартал. Ова на среден рок влијае на зголемување на стапката на инфлација, сигнификантна реакција на монетарната политика (значајно зголемување на каматната стапка на пазарот на пари по седмиот квартал), што преку ефектот на „истиснување“ и останатите канали на краток до среден рок влијае на намалување на економската активност.

✓ Како реакција на шокот/зголемувањето на јавните расходи, јавните приходи бележат тренд на зголемување кој станува сигнификантен по првата година. Ова ја потврдува тезата дека зголемувањето на јавните расходи на среден рок упатува на потреба (се финансира) од зголемување на јавните приходи, односно е спротивно на тенденцијата за зголемување на јавниот долг. Од друга страна, шокот во јавните приходи не предизвикува значајни ефекти врз движењето на јавните расходи. Зголемувањето на јавните приходи, како резултат на шокот во јавните расходи, произлегува од периодот 2000-2006 г., додека во периодот 2006-2011 г. е сигнификантно зголемувањето на јавните приходи кое произлегува од шокот во производствениот јаз.

✓ Зголемувањето на инфлацијата влијае на зголемување на економската активност во првата година, по што следува нејзино стабилизирање и намалување (краткорочен ефект од инфлацијата на економската активност. Јавниот долг и девизните резерви бележат благ тренд на пораст, додека каматната стапка бележи зголемување, почнувајќи од третиот квартал по зголемувањето, аналогно на зголемувањето на јавните расходи по третиот квартал.

✓ Функција на монетарната политика – каматната стапка на пазарот на пари (IR) се зголемува (монетарната политика станува рестриктивна) како резултат на шокот/зголемување во јавните расходи (експанзивната фискална политика) и ова зголемување е во зоната на сигнификантност во првите шест квартали; монетарната политика станува поекспанзивна како резултат на затегањето на фискалната политика преку зголемување на  $P$ , што е во зоната на сигнификантност во првите два-три квартали; каматната стапка на пазарот на пари се зголемува на среден рок како реакција на зголемувањето на јавниот долг, при што ова зголемување станува сигнификантно по седмиот квартал; каматната стапка на пазарот на пари се намалува (монетарната политика се релаксира) како реакција на зголемувањето на девизните резерви/БДП

и ова намалување е во зоната на сигнификантност во првите седум квартали; монетарната политика станува порестриктивна (IR се зголемува) како реакција на шоките во инфлацијата и проширувањето на позитивниот производствен јаз (меѓутоа реакцијата не е многу сигнификантна). Ова во голем дел покажува колку големо влијание врз нејзината реакциона функција имаат фискалните варијабли (јавните расходи, јавните приходи и јавниот долг), додека реакцијата на инфлацијата и економската активност е несигнификантна (ова укажува на доминација на фискалната над монетарната политика).

✓ Што ги детерминира јавните расходи? – јавните расходи во првите две години сигнификантно се зголемуваат како реакција на шокот во производствениот јаз, што укажува на процикличноста на експанзивната фискална политика; тренд на зголемување исто така е регистриран и како реакција на зголемувањето во јавниот долг, кој станува сигнификантен по шестиот квартал, што потврдува дека зголемувањето на јавниот долг не ги загрижува фискалните власти при утврдување на јавните расходи; трета варијабла која има посебно значење во детерминирањето на јавните расходи претставува каматната стапка на пазарот на пари, чијшто шок предизвикува експанзивен раст од јавните расходи сигнификантен скоро цела година (што го потврдува однесувањето како супститути на двете политики и земањето предвид на позицијата на монетарната политика при дефинирање на фискалната позиција); реакцијата на јавните расходи на шоките во јавните приходи, инфлацијата и девизните резерви се несигнификантни.

✓ Анализата на декомпозицијата на варијансата на каматната стапка на пазарот на пари јасно ја покажува грижата на монетарната политика (земањето предвид во нејзината реакциона функција – 21-24% им се припишува на шокови во јавните расходи, 13-14% им се припишува на шоките во јавниот долг, 5-6% на шокови во јавните приходи) најпрвин за нивото на девизните резерви, но не помалку се земаат предвид и јавните расходи, јавниот долг и производствениот јаз. Ако ова го споредиме со варијансата на грешката на предвидување на јавните расходи, ќе утврдиме дека значајно пониско ниво од варијансата на грешката на предвидување на јавните расходи им се припишува на шоките во каматната стапка на пазарот на пари (максимални 7% во петтиот квартал), додека влијанието на шоките во DR и INF е скромно. Ова укажува на извесна доминантност на фискалната над монетарната политика во Македонија, имајќи предвид дека при дефинирањето на монетарната политика значајно влијание имаат фискалните варијабли, додека од друга страна, влијанието на монетарните варијабли врз фискалната реакциона функција во анализираниот период е помало.

✓ Влијанието на шоките од фискалните варијабли врз детерминирањето на економската активност е сигнификантно – декомпозиција на варијансата на економската активност покажува дека скоро 1/3 (30%) од варијансата на грешката на предвидување на производствениот јаз, почнувајќи од третиот квартал, им се припишува на шоките во јавните расходи; 12-13% од варијансата на грешката на предвидување се припишува на јавните приходи, почнувајќи од третиот квартал; влијанието на останатите шокови врз варијансата на грешката на предвидување на производствениот јаз се движи од 2 до 3%.

✓ Во случајот кога имаме рестриктивна фискална политика (шокот на страната на јавните приходи) и скромна експанзија во монетарната политика, движењето во варијаблата за економската активност (производствениот јаз) е позитивно. Додека, во спротивно, при експанзивна фискална политика (преку зголемување на јавните расходи) и рестриктивна монетарна политика со зголемување на каматната стапка на пазарот на пари имаме продлабочување на негативниот производствен јаз/намалување на економската активност.

✓ Фискалната и монетарната политика во Македонија се однесуваат како стратешки супститути, меѓутоа останува прашањето за нивната координираност или некоординираност. Ако имаме предвид дека нивното однесување како супститути при шокот/зголемувањето на јавните расходи, шокот во јавниот долг, шокот во каматната стапка на пазарот на пари, придонесува за намалување на економската активност, треба сериозно да се постави прашањето за нивото на координираност на политиките во Македонија (од ова може да се исклучи периодот по 2010 г. кога фискалната и монетарната политика се на иста бранова должина (експанзивна), меѓутоа поради кратките временски серии, во моментот е тешко емпириски да се утврди оваа промена.

**Заклучок од анализата спроведена на двата потпериоди: I период – од 2000к1 до 2006к4 и II период – од 2006к1 до 2011к4**

- ✓ Во првиот период имаме поголем негативен ефект од шокот во јавните расходи врз економската активност, иако и во вториот период ефектот врз економската активност е негативен.
- ✓ Во првиот период, јавните расходи и јавниот долг се зголемуваат посигнификантно на шокот во  $Y$  споредено со вториот период (тие се проциклични), додека во вториот период влијанието врз овие варијабли е скромно, меѓутоа ефектот на шокот од економската активност врз  $DR$  е многу посилен, што изнудува посилна реакција од монетарната политика;
- ✓ Во вториот период, позитивниот ефект од шокот во  $P$  врз економската активност е посилен, споредено со првиот период, што може да се оправда со големиот број структурни и даночни реформи кои беа спроведени што овозможија зголемување на јавните приходи без да се загрозат механизмите за економски раст. Во вториот период, исто така, монетарната политика ја толерира позитивната економска активност која повлекува намалување на девизните резерви и скромно реагира.

- ✓ Во првиот период шокот од D изнудува сигнификантна реакција на зголемување на јавните расходи, на производствениот јаз и IR, додека во вториот период резултатите за реакциите од овие варијабли се несигнификантни (главна причина за тоа претставува ниското ниво на долг во вториот период).
- ✓ Зголемувањето на јавните приходи како резултат на шокот во јавните расходи произлегува од првиот период (резултатите се сигнификантни во првите седум квартали; оттука произлегува дел од поголемото влијание на јавните расходи врз економската активност), додека во вториот период е сигнификантно зголемувањето на јавните приходи кое произлегува од шокот во производствениот јаз (резултатите се сигнификантни во првите три квартали).
- ✓ Монетарната политика била порестриктивна во првиот период што го покажува нејзиниот сигнификантен одговор на шокот во јавните расходи, јавниот долг, инфлацијата и производствениот јаз (фискалната и монетарната политика во овој период функционираат како стратешки супститути) – додека во вториот период монетарната политика има несигнификантен одговор на јавните расходи и на јавниот долг, значајно реагира на шокот во производствениот јаз, меѓутоа толерира повисоко ниво на инфлација скоро четири квартали, што ја покажува нејзината поголема експанзивност во вториот период (имајќи предвид дека опасноста од висока инфлација е помала во услови на глобален пад на економската активност, додека потребата од поддршка на економската активност е поголема. Тука треба да се додаде и дека најголем дел од шоките врз инфлацијата/цените во вториот период беа предизвикани од фактори на страната на понудата, на што монетарната политика не реагира сигнификантно сè додека ова позначајно не се одрази на општото ниво на цени во домашната економија).
- ✓ Во првиот период, реакцијата на монетарната политика на шокот во инфлацијата е посилна и сигнификантна, додека нема сигнификантна реакција од производството на шокот во инфлацијата, споредено со вториот период, кога IR бележи тренд на намалување скоро цела година и е евидентно толерирањето на повисокото ниво на инфлација, меѓутоа и производствениот јаз бележи тренд на зголемување кој е сигнификантен цела година (според ова, краткорочен ефект од инфлацијата врз економската активност произлегува од вториот период, во овој случај позитивното влијание врз економската активност делумно е предизвикано и од поекспанзивната монетарна политика).
- ✓ Во првиот период имаме зголемување на јавните расходи како резултат на шоките во производствениот јаз и јавниот долг (резултатите се сигнификантни скоро во целиот анализиран период), додека во вториот период реакциите на јавните расходи на наведените шокови се несигнификантни, што покажува дека дискрецијата при креирање на јавните расходи е поголема во вториот период и дека во првиот период е водена проциклична фискална политика.

# ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА И ПРЕПОРАКИ

Заклучните согледувања, препораки и извлечените лекции ќе бидат презентирани согласно структурата на докторската дисертација (прикажана на сликата подолу), односно посебно ќе бидат прикажани одделно заклучните согледувања за: економската теорија, економската стварност, економската политика и за креирањето на клучните макроекономски политики во Р. Македонија.



## I ГЛАВА - ЗАКЛУЧОЦИ ЗА ЕКОНОМСКАТА ТЕОРИЈА

Економската теорија претставува основа за формулирање на економската политика со која се влијае на економскиот живот (економската стварност, економската практика). Тоа е само едната страна на односите меѓу економската теорија, економската политика и економската практика. Од друга страна, економската стварност (економската практика) служи како основа и водич за модифицирање одредени економски теории или градење нови теории кои ќе претставуваат посоодветна основа за формулирање на економската политика и унапредување на економската практика. Односот помеѓу економската теорија, економската политика и економската практика треба да го имаме предвид при анализата на секое учење и при утврдување и анализирање на причините за практичната замена на парадигмите во современата

макроекономија – во тој контекст, неизбежно е да ја спомнеме замената на класичната економија со кејнзијанизмот во периодот на Големата светска економска криза и замената на кејнзијанизмот (неокејнзијанизмот) со неолибералната парадигма кон крајот на седумдесеттите години на XX век. Во поновата историја, како потврда дека овој однос функционира, може да послужи Светската финансиска/економска криза која најпрвин направи промени и модификации во економската политика (поради начинот на кој се појави и се ширеше, ја фати неподготвена економската теорија) и која „уште еднаш“ ќе го затвори кругот со промени во економската теорија. Набрзо по почетокот на кризата се увиде дека „невидливата рака“ на Адам Смит мора да ѝ подаде рака на „видливата рака“ на Кејнз и нашироко почнаа да се применуваат класични кејнзијански доктрини за излез од кризата. Потресите во економската практика беа толку силни што покрај промените во економската политика го нагризоа и „тврдото јадро“ на дотогаш доминантната неолиберална економска теорија. Која економска концепција и политика ќе се искачи на пиедесталот како спасител кој ќе понуди решение на економиите за излез од оваа специфична економска стварност? Тука доаѓаме до крстосницата која укажува на комплексноста и фасцинантноста на оваа проблематика. Кон крајот на минатиот и почетокот на овој век, во економската наука (бројни конференции, трудови, книги, јавни дебати итн.) се сметаше дека не постои сериозна опасност од големи економски флукуации, дека економскиот циклус е „мртов“ и дека инструментариумот на економската политика успешно може да се справи со секој предизвик. Меѓутоа, денешната глобална економска криза ги разниша тие убедувања, а со тоа ги разниша не само темелите на економската политика, туку и теоретските фундаменти на тие политики. Основа на која се темелат сите макроекономски решенија претставуваат доминантните макроекономски погледи на економијата и економските циклуси и решенијата/економските политики за справување со економските флукуации.

**Кејнзијанците** – Тргуваат од неизвесно окружување, несовершена конкуренција, ригидни цени, непостоење самоурамнотежувачки механизам, несакана невработеност и др. Во такво окружување е неопходна државна интервенција. Примат има фискалната политика, која преку намалување на даноците и јавните работи треба да го зголеми нивото на агрегатната побарувачка во периодите на рецесија. Монетарната политика е од секундарно значење, таа е дополнување на фискалната преку одржување ниски каматни стапки и достапност до кредити. Најважна цел на кејнзијанската економска политика е постигнување полна вработеност, додека сузбивањето на инфлацијата има секундарно значење.

**Монетаристите** – пазарот е саморегулирачки механизам, цените се флексибилни на долг рок, не постои несакана невработеност, главен извор на нестабилност се флукуациите на паричната маса, парите се неутрални на долг рок. Во такво окружување треба да се води

либералистичка економска политика базирана на правила. Примат има монетарната политика кој преку адаптивни правила треба да обезбеди неинфлаторно економско окружување. Фискалната политика има секундарно значење и нејзината цел е урамнотежен буџет. Исто така, неопходно е отстранување на елементите на државата на благосостојба, како што се гарантираните плати и социјалните трансфери. Најважна цел на економската политика претставува стабилното ниво на цени (стабилна и предвидлива понуда на пари), додека полната вработеност е од секундарно значење.

**Новите класичари** – пазарната рамнотежа се воспоставува моментално, што имплицира совршено флексибилни цени, полна вработеност и супернеутралност на парите. Извори на нестабилност можат да претставуваат неантиципираните монетарни флукуации, технолошките промени и политичарите – посебно пред и по избори. Во вакво окружување е неопходна либералистичка економска политика, затоа што секој облик на активистичка политика е неефикасен (освен ако не е антиципиран). Фискалната и монетарната политика треба да бидат неутрални, т.е. треба да се води политика на урамнотежен буџет и таргетирање на паричната маса. Се прифаќаат определени микроекономски политики кои треба да дејствуваат на страната на понудата т.е. зголемување на претприемничката иницијатива. Врз основа на вака формулираното окружување и инструментариум, најважни цели на економската политика претставуваат: стабилното ниво на цени, кредибилитетот на креаторите на економската политика и зголемувањето на производството.

**Новите кејнзијанци** – слично на кејнзијанците, тргнуваат од несовершена конкуренција, ригидни цени, непостоење самоурамнотежувачки механизам, несакана невработеност. Тие ги унапредуваат кејнзијанските претпоставки – покажуваат дека и доколку постојат рационални очекувања, економската политика може да има реални ефекти; покрај флукуациите на агрегатната побарувачка како извор на нестабилност се вклучува и страната на понудата. Во такво окружување е потребна интервенционистичка економска политика. Новите кејнзијанци се согласуваат дека во определени кризни ситуации фискалната политика дејствува стабилизациски, додека влијанието на монетарната политика е ограничено на одржување ниски каматни стапки и достапност до кредити. Главна цел и кај новите кејнзијанци останува постигнувањето полна вработеност, додека секундарни цели претставуваат високото ниво на инвестиции, стабилното ниво на цени и ниските каматни стапки.

Меѓутоа секоја посебна економија има свои специфики и потреба од специфична комбинација на економски политики за заздување на значајните економски флукуации. Според тоа, се поставува прашањето дали е можна една синтетизирана економска концепција и политика, која како клуч-калауз ќе понуди решенија кои универзално можат да се променуваат



во секоја економија и секоја ситуација или е потребно да се примени извесна комбинација на политики согласно специфичните причинители/фактори на определена економска ситуација. Првиот пристап би претпоставувал можност за синтеза на алтернативните теориски концепции на економската политика во една синтетизирана економска концепција. Вториот концепт, на кој ние му даваме предност во трудот при изборот на оптимална макроекономска концепција и политика, претпоставува примена на различните концепции на економската политика во зависност од исполнетоста на определени предуслови (ситуационен пристап). За таа цел формулиравме теориски модел кој преку четири варијабли: карактерот на пазарниот систем, клучниот проблем, компетентноста на владата, очекувањата на поединците и нивното вкрстување, сугерира избор на одредена теориска концепција на економската политика. Во зависност од исполнетите предуслови, креаторите на економската политика избираат концепт кој најмногу одговара на нивната ситуација. Ова не значи трајно ориентирање кон еден концепт, туку во зависност од промената на условите (карактерот на пазарниот систем, клучниот проблем, компетентноста на владата и очекувањата), можно е во иста земја во еден момент да одговара, на пример, кејнзијански пристап, а во некој друг момент повеќе да одговара монетаристички пристап. Во моделот се прикажани 24 можни ситуации. Секоја од ситуациите претставува комбинација од предуслови во определена економија и основа за спроведување одредена концепција на економска политика. Само четири ситуации потполно одговараат на претпоставките на одредени школи. Тринаесет ситуации се неодредени, затоа што не постои школа на економската мисла што ќе понуди решение за водење економска политика во дадените ситуации. Преостанатите седум ситуации не се „чисти“, поради тоа што тие претставуваат комбинација од повеќе теориски концепции и водењето на економската политика треба да биде базирано на комбинација од соодветните концепции. Ова покажува дека во практиката многу ретко се случува само една макроекономска теорија да биде фундамент на економската политика, многу се почести ситуациите во кои треба да се комбинираат елементи од повеќе макроекономски теории со цел да се одговори на предизвикот на економската практика и да се остварат економските цели.

## **II ГЛАВА – ЗАКЛУЧОЦИ ЗА ЕКОНОМСКАТА СТВАРНОСТ/ПРАКТИКА**

Заклучоците кои се однесуваат на економската стварност, пред сè, се однесуваат на нашиот придонес во трудот кој се однесува на научените лекции од Големата депресија за водење на економскиот одговор во денешната глобална економска криза; структурирање и посочување на причините за глобалната економска криза, според нашите согледувања,;

трансмисијата на ефектите од глобалната економска криза и на последиците од неа врз глобалната економија.

✓ **Лекциите што може да се научат од Големата депресија за водење на економската политика во услови на денешната економска криза:**

- Прва лекција: малата фискална експанзија дава само мали ефекти;
  - Втора лекција: монетарната политика може да помогне во заздравувањето на економијата, иако каматните стапки се блиску до нула;
  - Трета лекција: Треба да се внимава на ефектите од прераното прекинување на стимулите и програмите за закрепнување од кризата;
  - Четврта лекција: Финансиското заздравување на економијата оди заедно со заздравувањето на реалниот сектор;
  - Петта лекција: Глобалната експанзивна политика ги дели и придобивките и товарите од економското заздравување;
  - Последна лекција: Главна карактеристика на Големата депресија е тоа што таа ненадејно заврши.
- ✓ Врз основа на анализата на литературата за различните групи причини што ја предизвикале Глобалната економска криза, **согласно нашите видувања, можеме да извлечеме пет групи причини за кои постои консензус во најголемиот дел од литературата и тие беа поконкретно анализирани во трудот:**
- *Макроекономски*: 1) дебалансите во глобалната економија; 2) релаксираната монетарна политика
  - *Микроекономски*: 3) дерегулацијата и неадекватната регулатива и супервизија во финансискиот систем; 4) меурот на пазарот на недвижности и 5) современата финансиска архитектура.

✓ **Трансмисијата со која кризата се пренесе на глобално ниво, генерално, се случуваше низ неколку фази и различни трансмисиони механизми:**

- *Првата фаза* беше преку директната изложеност. Оваа фаза беше ограничена на банките (и другите финансиски институции) кои беа директно изложени на финансиските пазари во САД;
- *Втората фаза* на меѓународното прелевање на кризата беше преку пазарите на средства. Ова се ефектуираше преку недостиг на ликвидност, замрзнување на кредитните пазари, остар

пад на цените на хартиите од вредност на светските берзи, како и флукуации на девизните курсеви (еврото, швајцарскиот франк, фунтата).

- *Третата фаза* се карактеризираше со големи проблеми во солвентноста, кои следуваа по колапсот на „Леман Брадерс“. Во октомври 2008 г., проблемите со солвентноста почнаа да се манифестираат кај системски важните глобални финансиски институции, што водеше до масовни продажби и до зголемување на ризиците за финансиски колапс.

### ✓ **Последици од Глобалната економска криза**

Анализата што ја спроведовме беше структурирана во четири клучни точки – финансискиот сектор, реалниот сектор, надворешниот сектор и фискалниот сектор, при што фокусот беше на групи земји или региони на глобално ниво (исклучок во определени случаи претставуваа доминантните економии на глобално ниво).

#### ***Ефекти врз финансискиот сектор***

- По општиот тренд на намалување на лошите заеми, почнувајќи од 2001/2002 г., од почетокот на кризата (почнувајќи од 2007 г.) овој индикатор бележи нагло зголемување кај сите групи земји и скоро кај секоја од претставените економии (со исклучок на Кина и Германија), како и нивно одржување на високо ниво до денес. Трендот на зголемување на лошите заеми во годините по кризата на глобално ниво се задржува во ЕУ и OECD (земји со висок доход), додека најголемо зголемување на лошите заеми од селектираните економии бележат Исланд, Грција, Ирска и Русија.
- Каматните стапки за кредитирање на првокласните клиенти најпрвин почнуваат значајно да се зголемуваат во САД, В. Британија и поблаго во Кина, понатаму, како што глобалната криза се шири, трендот на зголемување на каматните стапки ги зафаќа и Индија, Русија, Исланд, Италија итн.
- Најголем пораст на каматните стапки на државните обврзници бележат САД, Британија, Италија и Шпанија, додека најнизок е порастот на каматната стапка на Јапонија и Германија. Доколку се погледнат долгорочните каматни стапки во периодот 2010/2011 г., ќе се забележи дека тие остануваат забележително високи во ЕУ (посебно во Шпанија и Италија), што покажува присуство на продолжен ризик во регионот.
- Евидентно е зголемувањето на премијата за ризик веднаш по отпочнувањето на кризата во САД, Јапонија, В. Британија и Канада, како и подоцнежните ефекти врз Исланд и Италија во 2008/2009 г.
- Најголем пад на кредитната активност имаат економиите кои во минатиот период (почнувајќи од 2000 .) имаа побрз раст во однос на другите економии, каде што кредитниот раст бил поскромн. На глобално ниво, тоа се земјите со високо ниво на доход, OECD и Северна Америка, додека пад не е забележан во ЕУ. Доколку се погледнат поединечните економии, евидентен е падот кај

Исланд, САД, Јапонија, Канада, Кина, додека забележителен раст на кредитната активност во услови на криза забележуваат Шпанија, В. Британија, Италија, Франција.

- Забележан е константниот глобален пораст на цените на хартиите од вредност во периодот пред кризата (најголем пораст забележуваат Кина и Индија), како и наглиот пад по отпочнувањето на кризата. Слична е состојбата и со вредноста на компаниите на глобално ниво – глобалната вредност на компаниите значајно се намали од 119% од БДП во 2007 г. на 59% од БДП во 2008 г. Најголем раст на вредноста на компаниите и најголем пад веднаш по отпочнувањето на кризата бележат Северна Америка, земјите со висок доход и OECD.

### ***Ефекти врз реалниот сектор***

#### ***Економска активност***

- Евидентен е растот на БДП на скоро сите групи земји почнувајќи од 2001 г. до почетокот на кризата, како и нивниот остар пад за време на кризата, како и во периодот на закрепнување. Најголем раст во преткризниот период имаа Кина, Индија и азиските економии, додека од друга страна, падот на нивните стапки на раст е поблаг во споредба со останатите економии. Најголем пад на бруто-домашниот производ во 2009 г. бележат ЕУ (4,21%), ЦИЕ (3,6%), САД (3,5%) и развиените економии (3,65%). Со исклучок на Јапонија и Австралија, кои имаа негативен или скромно позитивен производствен јаз во периодот пред кризата, сите останати групи земји во наведениот период имаат позитивен јаз. Најголемо негативно отстапување од потенцијалниот БДП во 2009 г. (кога падот е најевидентен) бележат Јапонија (7,33%), САД (7%), ЕУ (3,53) или развиените економии (5,12%).
- Најголем пад на инвестициите во фиксни средства во 2009 г. бележат: САД (15,8%), В. Британија (13,3%), Јапонија (12,8%) и ЕУ (12,4%). Во тој поглед, интересно е да се нагласи, од една страна, трендот на зголемување на инвестициите во земјите во развој (посебно Кина) и намалување на нивното штедење (намалување на позитивниот јаз на штедење) како резултат на пренесувањето на ефектите од кризата, и од друга страна, трендот на намалување на инвестициите и штедењето во развиените економии (САД и ЕУ).
- Најголем пад на индустриското производство бележат: Јапонија (21,3%), Италија (18,7%), Германија (17,3%), Шпанија (15,5%), Франција (12,3%) и ЕУ (14,9%).
- Забележан е значаен пораст на потрошувачката на домаќинствата и трговијата на мало во периодот пред кризата, како и нивниот пад за време на кризата и бавното закрепнување по кризата. Најголем пад на потрошувачката имаат Шпанија (5,5%), Јапонија (3,1%), САД (1,8%), В. Британија (2,1%) и Холандија (2,5%). Најголем пад на трговијата на мало е забележан во САД (7,6%), Шпанија (5,5%) и Германија (3,1%), додека Русија забележува најголем раст (16%) во 2007, (13,7%) во 2008 г. и голем пад (5%) во 2009 г.

***Инфлација*** – Падот на цените за време на Глобалната криза, како и нивниот сигнификантен пораст пред кризата, може да се објасни со порастот на цените на храната и горивата на глобално ниво. Најголем пад на општото ниво цени во периодот 2007-2009 г. бележат САД (2,17 п.п.), ЕУ (3,1 п.п.), ЦИЕ (2,5 п.п.) и Средниот Исток и Јужна Африка (5,47 п.п.). Значајно е да се спомне дека, иако цените на храната и енергијата во скоро сите економии на глобално ниво значајно паднаа во првиот бран од кризата, цените на енергенсите/материјалите/храната многу бргу се вратија на нивоата кои се повисоки од оние пред почетокот на кризата.

*Невработеност* – Вообичаено, компаниите и бизнисите реагираат на падот на економската активност со промена во нивото на вработеноста само доколку нивните перцепции за идните економски движења се исклучително негативни. Оваа одложена реакција се потврдува преку фактот што стапките на невработеност во најголем дел од економиите го достигнаа врвот во 2010/2011 г. Евидентен е благиот тренд на намалување на стапката на невработеност пред кризата, значајниот пораст на стапката на невработеност во периодот по почетокот на кризата 2007/2008 г., како и тенденцијата високите стапки на невработеност во најголем дел да се одржат релативно подолг период по стивнувањето на ударот на кризата. Стапката на невработеност во 2010 г. забележа најголем скок кај: земјите кои се главни актери во должничката криза во ЕУ – Шпанија (21%), Ирска (14%), Португалија (11%) и Исланд (8,2%); додека не заостануваат и развиените економии (како група 8,3%) или поединечно: САД (9,7%), Франција (9,8%), Канада и В. Британија (7,8%) и ЕУ (10,1%). Исклучок од трендот на пораст на стапката на невработеност се јавува само кај Кина, чијашто стапка целиот период се движи блиску до 4%. Според предвидувањата на ММФ, високите стапки на невработеност ќе се задржат дури до 2017 г.: Шпанија (19%), Ирска (10,5%), Португалија (11%), развиените економии (како група 6,4%), Франција (8,8%), В. Британија (6,7%) и ЕУ (9,1%).

### ***Ефекти врз надворешниот сектор***

- Анализата јасно го покажува евидентниот раст на извозот и увозот во периодот пред кризата (почнувајќи од 2001 г.), остриот пад на двете компоненти на меѓународната размена, како и закрепнувањето, кое е на ниво пониско од преткризниот период. Од групите земји, најголем пад на извозот во 2009 г. се забележува кај ЕУ (13%), развиените земји (11,5%) и САД (9,5%), а не заостануваат и земјите од ЦИЕ (8,5%). Од друга страна, најголем пад на увозот забележуваат земјите од ЦИЕ (15%), по кои следуваат САД (13,5%) и развиените економии/ЕУ (12%).
- Степенот на зависност на земјите во развој од меѓународната трговија и нивната изложеност на надворешните пазари, мерен преку учеството на извозот во БДП, драстично се зголеми во последните години. Во земјите во развој, овој индекс од 1/5 во 1995 г. се зголеми на 1/2 во 2007 г., додека во земјите во транзиција од 1/3 се зголеми на скоро 2/3 во 2007 г.
- Земјите во развој во услови на Глобалната економска криза се сериозно погодени од падот на цените на добрата и падот на извозот како резултат на странската ефективна побарувачка. Овие ефекти се дополнително влошени од кредитната контракција, одливот на капитал, намалувањето на приливот на СДИ и трансферите и контракцијата на инвестициите. Овие фактори посебно доаѓаат до израз кај извозно ориентирани земји во развој кои имаат мали домашни економии (како Македонија), каде што намалувањето на меѓународната побарувачка го намалува извозот и ја зголемува невработеноста.
- Во развиените економии/земјите со високо ниво на доход, СДИ се намалија за скоро 26% во 2008, додека во земјите во развој СДИ забележале скроман раст од 7%, што не ја покажува критичната состојба во некои од нив (види го графикон бр. 2.30). Слична е ситуацијата и со портфолио-инвестициите – глобалната криза беше придружена со остар пад и со зголемена променливост на цените на хартиите од вредност на глобално, остар пад на довербата во финансиските пазари и зголемена аверзија од ризик, што придонесе до остар пад на портфолио-инвестициите во сите групи на земји.

- Евидентен е трендот на константно зголемување на трансферите во последната декада, како и нивниот значаен пораст во првата фаза од Глобалната криза (во 2008 г.), како и нивниот благ пад во 2009 г. Притоа, најголем пораст на приватните трансфери во 2008 имаа земјите со ниско ниво на доход (25%), додека по нив следуваа земјите со средно ниво на доход (13%), додека глобалниот пораст на приватните трансфери во тој период изнесуваше 14%.
- Порастот на нивото на недоверба и перцепцијата за ризиците на глобално ниво и ограничувањето на кредитната активност на банките ја намалија размената на капитал меѓу економиите и значајно ја зголемија цената на капиталот. Од друга страна, падот на вредноста на средствата, намалувањето на расположливите доходи на граѓаните и бизнисите, недовербата во финансиските пазари и неизвесноста за иднината, аверзијата кон ризик и несигурноста во донесувањето инвестициски одлуки придонесоа за намалување на потрошувачката/ефективната побарувачка и увозот. На глобално ниво, овие два процеси водеа до стеснување на дефицитите и суфицитите во тековните сметки. Според тоа, евидентно е компензирањето/намалувањето на суфицитите во Кина и во земјите во развој и намалувањето на дефицитите во САД, ЦИЕ и во развиените економии.
- Во екот на кризата, иако од месец во месец променливоста на курсевите се зголемуваше, промените во реалните девизни курсеви беа скромни. Во периодот од август 2008 до февруари 2010 г., валутите на 34 доминантни економии на глобално ниво девалвираа во однос на доларот во просек за 7% (посебно ранливите економии, кои ја користеа депрецијацијата на девизните курсеви за стабилизација на своите економии). Променливоста на девизните курсеви во периодот по кризата беше поголема споредено со просекот на периодот 2000-2008 г. во 24 од 33 големи економии (вклучувајќи ги САД, Јапонија, Кина и В. Британија). Од септември 2008 г. до март 2009 г., најголем дел од валутите депрецираа во однос на доларот, додека од март до ноември 2009 г. како што се враќаше довербата, депрецијациите во однос на доларот го сменија текот и тој ефективно депрецираше за 11,7%. Од ноември 2009 г., имајќи го предвид прелевањето на кризата во Европа и загриженоста за еврото, тоа депрецираше во однос на доларот за околу 3,2%.
- Како последица во надворешниот сектор може да се спомне и протекционистичката политика која секогаш добива на тежина меѓу државите кога ќе се појават негативни притисоци на глобалната побарувачка. Меѓутоа, генералниот заклучок е дека протекционистичката политика е многу помалку практикувана во денешната криза во споредба со минатото.

### ***Ефекти врз фискалниот сектор***

- Анализата го покажува остро зголемување на буџетските дефицити кај сите групи земји во почетокот на кризата (во текот на 2008 и 2009 г.), како и нивното движење во посткризниот период. Евидентен е фактот дека групата на седум најразвиени земји има најдлабоки фискални дефицити во периодот пред кризата, а се задржува и во посткризниот период: 10,2% во 2009 г., 8,8% во 2010 г., 7,8% во 2011 г., а проценките се дека тие нема да се намалат под 3,6% во 2017 г. Набљудувано по поединечни земји, највисоки буџетски дефицити остварија Ирска (31% во 2010 г.), Грција (15,6% во 2009 г.), САД (13% во 2009 г.), Шпанија (11,2% во 2009 г.), Португалија, Јапонија и В. Британија (приближно 10% во 2009 г.), додека најниски дефицити беа забележани во Шведска (0,9% во 2009 г.) и Швајцарија, која остварува суфицит во анализираниот период.

- Забележани се следниве движења во јавното трошење: високо ниво на јавни расходи во развиените економии и ЕУ пред почетокот на кризата; наглиот тренд на зголемување на јавните расходи, посебно во 2009 г., кога во ЕУ тие достигнаа 51% од БДП наспроти 45% во Г-7 и само 29% во земјите во развој; како и трендот на нивно одржување на високо ниво и во периодот по кризата, посебно во ЕУ, каде што фискалната криза е посебно актуелна. Највисоко ниво на јавни расходи во периодот пред и по кризата имаат Франција и Италија, додека најниско ниво на јавни расходи имаат Индија и Кина, како и ЗВР како целина.
- Кај земјите кои имаат слаби економски и политички институции, посакувано е односот јавен долг во однос на БДП да биде низок, а доколку тие имаат и историја на должнички кризи, овој однос треба да биде уште помал. Во врска со трендот на јавно задолжување – групата на најразвиените економии Г-7 (120% од БДП во 2012 г.) и во развиените економии (107% од БДП во 2012 г.), по што следува ЕУ (90% од БДП во 2012 г.). Земјите во развој, поучени од минатото, одржуваат ниско ниво на јавно задолжување (највисоко ниво од 41% од БДП е забележано во 2010 г.) и тренд на негово намалување во иднина.
- Според анализите на ММФ за фискалните ризици, иако притисоците на фискалниот сектор полека се намалуваат, сензитивноста/ранливоста на нив останува на краток и среден рок. Вкупните ризици бележат благо намалување помеѓу развиените економии и понатамошно намалување во земјите во развој. Меѓутоа, ризиците на земјите во развој во Европа имаат тренд на зголемување и ги надминаа нивоата на Латинска Америка и Азија.

### **III и IV ГЛАВА – ЗАКЛУЧОЦИ ЗА ЕКОНОМСКАТА ПОЛИТИКА (РЕДИЗАЈНИРАНА РАМКА НА МАКРОЕКОНОМСКАТА ПОЛИТИКА ПО ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА)**

Кризата не беше првенствено предизвикана од макроекономската политика, меѓутоа таа ги изнесе на виделина пропустите во рамката на макроекономската политика од пред кризата, принудувајќи ги креаторите на политиките да истражуваат/спроведуваат нови политики во текот на кризата и да размислуваат за нова редизајнирана рамка на макроекономската политика. Крајната цел на макроекономската политика не се менува – стабилен аутпут/производство и стабилна инфлација, меѓутоа глобалната криза даде до знаење дека креаторите на политиките треба да внимаваат на повеќе цели/индикатори (структурата на производството цените на средствата, системскиот ризик, левериџот итн.) и дека имаат на располагање повеќе инструменти отколку што се мислеше пред кризата.

Со цел сумарно да се видат импликациите од глобалната криза на макроекономската рамка, во продолжение, согласно нашата претходна анализа во Глава III и IV, ги претставуваме најважните лекции за макроекономската политика кои воедно се и основа за редизајнирање на постојната макроекономска рамка. Основата за редизајнирање ја поставуваме на три столба: лекции за редизајнирање на монетарната политика; лекции за редизајнирање на фискалната

политика и лекции за регулативата, супервизијата и редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура.

## **РЕДИЗАЈНИРАНА РАМКА НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ – НАУЧЕНИ ЛЕКЦИИ ОД ГЛОБАЛНАТА КРИЗА**



### **I. Лекции за редизајнирање на монетарната политика**

1. Дилемата на монетарната политика „Lean vs. Clean“ - трошоците за „чистење“ по финансиската криза се исклучително високи; дали еден инструмент да се користи за две цели; дали ова ќе влијае на дејствувањето на монетарната политика и на нејзината цел;
2. Шпекулативните меури/бумови е тешко однапред да се идентификуваат со сигурност;
3. Креирање механизам и инструменти кои ќе детектираат и сигнализираат кога кредитните меури се развиваат;
4. Нултата граница на каматната стапка е поголем проблем отколку што се мислеше. Овој проблем значајно го ограничува дејствувањето на основното средство на монетарната политика;
5. Монетарната политика има влијание (ниските референтни каматни стапки) на преземањето ризик;
6. Референтната каматна стапка е слабо и неефикасно средство за справување со зголемиот леверидж, со преземањето ризик и со девијациите на цените на средствата;
7. Монетарната политика сама не е ефикасно средство за справување со шпекулативните меури/бумови;
8. Постои лажна дихотомија помеѓу монетарната политика и политиката на финансиска стабилност;
9. Монетарната политика треба да ја земе предвид макрофинансиската стабилност, а не само ценовната стабилност;
10. Финансиската стабилност (или директно стабилноста на цените на средствата) не треба да биде експлицитен таргет на монетарната политика;
11. Постои голема потреба од координација на монетарната политика и регулација;
12. Товарот за спречување на кредитните бумови најпрво треба да биде ставен на флексибилни прудентни и супервизорски политики;
13. Стабилната инфлација е потребна, но не и доволна. Дали инфлацискиот таргет треба да се зголеми? – голем дел од анализите сепак упатуваат дека со тоа постои ризик да се дефокусира монетарната политика од нејзината главна цел и дека лесно може да го загуби тешко спечалениот кредибилитет, меѓутоа дилемата е сè уште отворена;
14. Обезбедувањето пошироко ниво на ликвидност (преку широкиот неконвенционален инструментариум) може да има позитивни ефекти, посебно за стабилизирање и обновување на довербата и функционирањето на финансиските пазари;
15. Ефикасноста на монетарната политика често пати е ограничена од отвореноста на капиталната сметка;
16. Постапувањето граници за интервенциите на централните банки на финансиските пазари (граници на нивната улога, моќ и опфат) е од исклучителна важност;
17. Значајна е соработката на централните банки со цел да се интернализираат глобалните ефекти од индивидуалните монетарни и девизни политики;
18. Централните банки ќе мора да ги утврдат јасните граници помеѓу монетарната и фискалната политика;
19. Потребно е креирање пристап за управување со ризикот (превентивно дејствување, одлучна акција, навремена акција, флексибилност на политиката);
20. Глобалната криза го потенцира значењето и потребата од домашна и меѓународна координација на политиките.





## II. Лекции за редицајнирање на фискалната политика

1. Постојат силни докази дека фискалната политика е поефективна и постимулативна споредено со периодот пред кризата;
2. Фискалниот простор е особено значаен, според тоа креирањето на повеќе фискален простор во „добри времиња“ е особено значајно;
3. Неодржливите долгорочни фискални дефицити на крајот неминовно водат до колапс;
4. Фискалната политика може да помогне во намалување на шпекулативните епизоди и во справувањето со последиците по нивното завршување;
5. Потребни ни се фискални мерки за стабилизација на краток рок. Промените во фискалната политика имаат значајни ефекти на краток рок;
6. Структурата на оданочувањето има влијание на зголемувањето на левериџот и на осетливоста на приватниот сектор на шокови;
7. Даночната регулатива може да влијае на нивото, растот и волатилноста на цените на средствата – меѓутоа ад-хок промените не претставуваат најадекватен начин за контрола на шпекулативните бумови;
8. Брзото спроведување програми на штедење (austerity) е најчесто контрапродуктивно. Во оваа насока потребни се back-loaded политики на штедење;
9. Дизајнирањето подобри автоматски фискални стабилизатори е особено важна лекција од кризата;
10. Силните земји треба да спроведуваат експанзивни фискални политики (посебно во услови на глобална криза);
11. Меѓународна координација на фискалните политики е неопходна;
12. Структурните реформи се позитивни и потребни, меѓутоа нивните бенефити се чувствуваат на долг рок;
13. Монетарната политика треба да биде од поголема помош (да ја поддржува фискалната каде што поси простор);
14. Карактеристиките и факторите на политичката економија се од посебно значење.



## III. Лекции за регулативата, супервизијата и редицајнирањето на меѓународната финансиска архитектура

### Лекции за редицајнирање на регулативата и супервизијата

1. Опсегот на регулативата (регулаторен периметар)
  - ✓ треба да биде проширен со цел да обезбеди сите финансиски активности коишто можат да иницираат или претставуваат системски ризик да бидат адекватно опфатени;
  - ✓ регулаторите да го утврдат својот придонес за системскиот ризик и според тоа да го утврдат интензитетот на својот мониторинг и правилата на кои подлежат;
  - ✓ Обезбедување мандат за флексибилно зголемување на периметарот на секој сегмент од финансискиот систем;
  - ✓ регулаторниот периметар да се фокусира првично на финансиски активности, а не на институции.
2. Микропрudentна регулатива
  - ✓ потребно е подобрување на параметрите за ризик и други обезбедувања во Базел II;
  - ✓ прудентната рамка треба да ги зема предвид ефектите на системскиот ризик;
  - ✓ супервизорскиот надзор врз практиките за менаџирање со ликвидноста треба да добие еднаква важност и внимание како и надзорот на ризиците за солвентноста;
  - ✓ политиките за управување со ризиците треба подобро да го опфаќаат, меѓу другите, и системскиот ризик;

- ✓ системскиот ризик кој произлегува од пропаѓањето на договорните страни треба да биде минимизиран преку нетирање и механизми на колатерал спроведувани од централизиран клириншки куќи;
- ✓ подобрување на рамките и процедурите за затворање или реструктурирање на проблематичните финансиски институции;
- ✓ регулираните компании/финансиски институции треба да бидат охрабрувани да прифаќаат и спроведуваат долгорочни структури/шеми на надоместоци и награди кои се базираат на нивото на ризикот во нив.

### **3. Информацискиот јаз и пазарната дисциплина**

- ✓ потребни се подобрувања на прикажувањето информации за вонбилансните ставки и обврски, ликвидносните профили на компаниите, изложеноста на ризик и концентрација во рамките на институцијата и помеѓу финансиските институции;
- ✓ во определени сегменти потребно е подобрување на достапноста и обемот на информациите за корисниците на финансиски услуги, како и намалување на информацискиот јаз и подобрување на менаџментот кој се однесува на ризикот поврзан со реализирање на договорите;
- ✓ обесхрабрување на создавањето мегаинституции или интензивирање на нивниот надзор и супервизија;
- ✓ подобрувања кои се однесуваат на кредитните рејтинг-агенции;
- ✓ системски важните банки кои имаат проблеми можат да бидат многу покредибилни доколку постои обезбедување дека во процесот на стечај/ликвидација критичните функции се извршуваат, дека постојат индикатори кои ќе ја водат интервенцијата и дека постојат предвидливи аранжмани за диверзифицирање на загубите.

### **4. Макропрudentна регулатива и политика**

- ✓ политиките и регулативите кои се применуваат треба да обезбедат поттик за компаниите/институциите да го ублажат влијанието на макроекономските шокови;
- ✓ овие режими/рамки треба да бидат недискрециони, да користат определен број индикатори за макроекономскиот ризик и да дејствуваат симетрично при експанзиите и падовите на економската активност;
- ✓ потреба од дополнително креирање регулативи/политики кои ќе се однесуваат на специфични извори на ризик;
- ✓ треба да имаат за цел намалување на постојните нарушувања, ограничување на иницијативите за прекумерно задолжување и позајмување, како и одржување на целокупната состојба во финансиските институции и систем отпорен на создавање меури/нерамнотежи;
- ✓ потребно е унапредување на соработката помеѓу земјите при дизајнирањето на макропрudentните политики со цел да се зголеми ефикасноста на нивните мерки;
- ✓ треба да се има предвид и процикличната тенденција која произлегува од сметководствената фер-вредност (fair value accounting).

### **5. Организација на регулативата и супервизијата**

- ✓ супервизорите и централните банки треба да соработуваат помеѓу себе, да бараат и да споделуваат информации кои се неопходни за спроведување ефикасен надзор на системскиот ризик;
- ✓ особено важна за успешно спроведување на регулаторната и супервизорската функција е меѓународната соработка на оваа поле;
- ✓ легалната рамка е од круцијално значење при спроведувањето на ваквата интеринституционална соработка;
- ✓ да биде подобрена конзистентноста и кохерентноста на политиките – сите финансиски активности кои го зголемуваат системскиот ризик треба да се стават во еквивалентна прudentна регулатива, меѓународната конзистентност на политиките треба да биде зголемена итн.;
- ✓ агенциите кои се вклучени во процесот на регулатива, супервизија и управување со ризиците треба да поседуваат јасно дефинирани мандати и инструменти кои соодветствуваат со нив.

## **Лекции за редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура**

1. Есенцијално е креирањето сеопфатен и добро организиран информациски систем;
2. Зајакнување на макрофинансиската анализа (врските помеѓу финансискиот сектор и макроекономските перформанси) и работење на помалку фрагментирани и добро дефинирани и насочени системи за рано предупредување;
3. Раното предупредување, надзорот и регулативата треба добро да бидат дефинирани во насока на задолжителни и доброволни анализи, проценки на макропрudentните ризици и спроведување на мултилатерално договорени принципи, стандарди и акции;
4. Подобри меѓугранични аранжмани за менаџирање со ризиците се очајно потребни;
5. Потребни се подобрувања во областа на меѓународната/меѓуграничната поддршка и решавање на

проблемите на банките и другите финансиски институции – создавање глобален финансиски регулатор;

6. Обезбедувањето меѓународна ликвидност на финансиските институции и на земјите, со цел да се спречат ефектите од прелевањата и влошувањето на солвентноста;
7. Постои потреба од дефинирано лидерство со цел успешно справување со системскиот ризик на глобално ниво.

## V ГЛАВА – ЗАКЛУЧОЦИ/ПРЕПОРАКИ ЗА КРЕИРАЊЕ НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ ВО Р. МАКЕДОНИЈА

✓ Имајќи ги предвид резултатите од истражувањето и макроекономската околина во Македонија (ниското ниво на јавен долг, потребата од поекспанзивна фискална политика во услови на криза), во моментот можеме да дадеме делумна поддршка на водењето дискрециона фискална политика (експанзивна) која води помалку сметка за нивото на јавни обврски. Меѓутоа, ако се земе предвид сензитивноста на македонската економија, пред сè поради: концентрираноста на македонскиот извоз, концентрираноста на земјите во коишто тој се реализира, увозната зависност и отвореноста на земјата, огромната детерминираност на растот на домашниот БДП од странската ефективна побарувачка (проценките за растот на економиите од еврозоната се во црвената зона и за 2013 г.), сензитивноста на приливите и одливите на капитал (пред сè, СДИ, концентрираноста на СДИ, исто така, е една од причините за сензитивност на македонската економија), значајниот раст на јавниот долг во странство посебно во последните години (учеството на истиот во вкупните јавни приходи е скоро десеткратно зголемено, од 1,1% во 2004 г. на 10,2%, во 2013 г.) – се доведува во прашање значајноста на јавните обврски и одржливоста на јавниот долг во иднина. Во потврда на ова застанува и заклучокот од емпириската анализа кој јасно покажува дека шокот/зголемувањето на јавниот долг на среден и на долг рок води до зголемување на јавното трошење, на среден рок влијае на зголемување на стапката на инфлација, по што следи сигнификантна реакција на монетарната политика, што преку ефектот на „истиснување“ и останатите канали на краток до среден рок, влијае на намалување на економската активност. Според тоа, од посебно значење е како ќе се движат во иднина овие варијабли на коишто е чувствителна македонската економија, кога Македонија ќе го премине нивото на јавен долг од 40%, дали ќе биде исто во зоната на одржливост – во секој случај, во иднина оваа врска сè повеќе ќе добива на значење и не смее да се игнорира.

*Доколку се направат пресметки со користење на рамката на IMF за одржливоста на јавните финансии/јавниот долг, под претпоставка дека макроекономските варијабли ќе се задржат околу својот просек во периодот 2010-2012: при примарен дефицит на централната власт од 2,1% границата на јавниот долг од 40% од БДП ќе биде достигната во средината на 2015 г., додека доколку примарниот дефицит се намали на нивото од 1,4% од БДП, оваа граница ќе се достигне во 2018 г. За да се продолжи овој период, треба да имаме поголема стапка на реален раст на БДП и понизок примарен дефицит (претпоставките за реален раст на БДП над 3% и примарен буџетски дефицит под 1% од БДП овозможуваат да го одржиме јавниот долг под границата од 40% од БДП на подолг рок (после 2018).*

✓ Заклучоците од анализата покажаа дека во случајот кога имаме рестриктивна фискалната политика (шокот на страната на јавните приходи) и скромна експанзија во монетарната политика, движењето во варијаблата за економската активност (производствениот јаз) е позитивно. Во спротивно, кога имаме експанзивна фискална политика со зголемување на јавните расходи и рестриктивна монетарна политика која влијае на зголемувањето на каматната стапка на пазарот на пари, имаме продлабочување на негативниот производствен јаз/намалување на економската активност. Истражувањето, исто така, покажа дека фискалната и монетарната политика во Македонија се однесуваат како стратешки супститути, меѓутоа ако имаме предвид дека нивното однесување како супститути при шокот во јавните расходи, шокот во јавниот долг, шокот во каматната стапка на пазарот на пари, шокот во производствениот јаз (каде што секој од овие шокови е следен од експанзија на фискалната политика на страната на јавните расходи и рестриктивна политика на другата страна), оваа координација придонесува за намалување на економската активност, што го отвора прашањето за нивото на нивната координираност или некоординираност (од ова може да се исклучи периодот по 2010 г.). Еден пример – проширувањето на позитивниот производствен јаз е следено од проциклична фискална политика со експанзија на јавните расходи која води до зголемување на инфлацијата, намалување на девизните резерви и провоцира рестриктивен одговор од монетарната политика, која понатаму влијае на намалување на економската активност. Во оваа насока е неизбежна препораката за зголемување на координираноста на двете политики, во случајот водење попрудентна фискална политика (имајќи предвид дека монетарната политика значајно ги вклучува фискалните варијабли во својата реакциона функција) – ова поконкретно би значело дека сè додека не се создадат услови за релаксирање на монетарната политика (општото ниво на цени и нивото на девизни резерви да не се загрозени – за што во тековната макроекономска рамка може да се реализира со стимулирање/зголемување на извозот или прилив на капитал –

СДИ и др.), фискалната експанзија преку зголемување на расходите треба да биде посебно внимателна, бидејќи во спротивно може делумно да биде неутрализирана од монетарната реакција, а во тој случај е поважна тенденцијата за намалување на економската активност (продлабочување на негативниот производствен јаз).

✓ Неефикасноста на фискалниот стимул/експанзија (негативните мултипликатори на јавните расходи) спроведувана од фискалната власт упатува на потребата од извесни промени/реформи кои ќе придонесат за зголемување на ефикасноста на фискалниот мултипликатор во државата, во спротивно фискалната власт треба да се воздржува од зголемувањето на јавните расходи имајќи го предвид нивното негативно влијание врз економската активност (и да се фокусира на страната на јавните приходи чиј ефект има позитивни ефекти на економската активност). Зголемувањето на ефикасноста на фискалната политика/мултипликаторот на јавните расходи може да се подобри преку:

- реструктурирање на јавните расходи во насока на зголемување на делот на развојната компонента/капиталните расходи (кои во буџетот за 2013 г. изнесуваат само 10% од вкупните расходи – нивно насочување, пред сè, кон транспортна и енергетска инфраструктура која сè уште е дефицитарна во државата), како и расходи кои ќе влијаат на потенцијалите за раст на економијата во иднина (активни политики на пазарот на труд за намалување на невработеноста, за образование, за здравство) и намалување на расходите насочени за тековни и социјални намени (кои немаат големо значење во зголемувањето на потенцијалот за развој на државата – во буџетот за 2013 г. социјалните бенефиции е планирано да изнесуваат околу 30%, додека расходите за стоките/услугите и платите/надоместоците околу 33%);
- насочување на фискалниот стимул кон домаќинствата/бизнисите кои нема да го заштедат, туку ќе го потрошат/инвестираат (антикризните пакети на Владата повеќе да бидат директно насочени кон поддршка на рентабилните бизниси/компани и создавање услови за отворање нови – кои доминантно произведуваат за извоз, а помалку кон намалување на долгови на претпријатија кои се во лоша состојба или за субвенционирање, како и други социјални намени чии ефекти се краткорочни и не влијаат на потенцијалот за економскиот раст);
- поголема координираност со монетарната политика со цел – зголемувањето на јавните расходи да не предизвикува притисок на девизните резерви и на општото ниво на цени и со тоа експанзивниот ефект од истите да биде неутрализиран од монетарната политика;

- во оваа насока посебно треба да се посвети внимание на ефектот на „истиснување“ кој се јавува како резултат на експанзијата на фискалното трошење и зголемувањето на каматата на пазарите на пари/кредити, кои се од пресудно значење за крвниот бизнис-сектор во земјата.
- треба да се води сметка за очекувањата на економските субјекти, кои доколку во иднина очекуваат поголема фискална контракција (или ја перципираат фискалната политика како неодржлива на долг рок) како резултат на денешните зголемени јавни расходи, ќе реагираат со зголемување на штедењето и намалување на инвестициите.

✓ Позитивните ефекти од фискалната контракција (зголемување/шок во јавните приходи) врз економската активност во Македонија ја потврдуваат тезата, спротивна на кејнзијанската филозофија за стимулирање на економската активност со експанзивна фискална политика, дека фискалната контракција може да има експанзивни ефекти на економската активност;

- ова упатува на поддршка и препорака за креирање на фискалната политика во насока на структурно и даночно реформирање (проширување на даночната база, воведување реформи кои ќе влијаат на структурно реформирање на бизнисите и компаниите во насока на зголемување на нивната ефикасност и потенцијал за раст);
- подобрување на ефикасноста во прибирањето на даночните приходи (понатамошно намалување на сивата економија и нејзино официјализирање/покривање со даночна регулатива);
- намалување на даночните стапки (меѓутоа, проширување на даночниот опфат) и стапките за плаќање на придонеси, кои ја потврдија теоријата на Лаферовата крива во Македонија додека и при такво намалување значајно се зголемија јавните приходи како % од БДП.

✓ Како треба да се подготвиме за периодот што доаѓа? Имајќи ја предвид прогнозата за ниски стапки на раст на економиите од еврозоната (кои сочинуваат доминантен дел од нашата странска ефективна побарувачка) и другите неизвесности што ги носи глобалното економско окружување, нашиот фокус треба да биде:

- Намалување на ранливоста/сензитивноста на македонската економија на шокови во глобалното економско окружување (диверзификација на структурата на производитите што се извезуваат, диверзификација на извозните партнери, диверзификација на странските директни инвеститори, намалување на увозната зависност, посебно за

енергија и храна), како и спроведување структурни реформи за зголемување на конкурентноста на македонската економија и потенцијалот за раст;

- Обезбедување стабилни и одржливи макроекономски политики кои ќе бидат во насока на поддршка на реформите и растот на економијата (овде да се земат предвид препораките дадени во делот за јавните приходи/расходи и координираноста на политиките);
- Обезбедување доволно фискален простор (одржливо ниво на долг/дефицит), што во иднина ќе овозможи повисоки и, пред сè, продуктивни јавни расходи за приоритетните структурни реформи и што, исто така, е од огромно значење, да се обезбеди простор/амортизери за контрациклична фискална политика во пресрет на идните шокови. Ова е во насока на лекцијата од кризата дека фискалниот простор креиран во „добри времиња“ е од исклучителна важност за одговорот на фискалната политика во услови на криза, кога не се препорачува спроведување програми на штедење кои се најчесто контрапродуктивни. Во насока на кажаното во претходната точка, како една од поважните лекции од глобалната криза претставува дизајнирањето подобри автоматски фискални стабилизатори кои ќе елиминираат дел од недостатоците на дискреционите фискални политики и ќе овозможат побрз и посилен одговор на идните шокови.

*Потврда за дел од препораките што ги дадовме претставува и последното (24.5.2013 г.) намалување на долгорочниот кредитен рејтинг од Standard & Poor's за Македонија од „BB“ на „BB-“, поради, како што наведува S&P – зголемените регионални економски притисоци и помалку предвидливата перспектива за раст, зголеменото непродуктивно јавно трошење паралелно со намалената фискална транспарентност. S&P укажуваат дека рејтингот би можел во иднина да се зголеми, доколку реформите што се прават за зголемување на потенцијалот за економски раст бидат усогласени/придружени од зголемената ефективност и одговорност од фискалната власт и јавните институции<sup>240</sup>.*

<sup>240</sup> Види го извештајот на S&P од 24.5.2013 г.:

<http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245352109145>



**КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА**



## КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

1. Aburjanidze, N., Boucher, J., and all. (2010), "The Dot - Com Boom... and Bust - identifying the causes and characteristics of the 21st century's first speculative bubble", The University of Utah Financial Research Report, FIN 6360, достапен на: <http://joshuaparkinson.com/dot-com-bubble.pdf>
2. Adrian, T., and Hyun, S. (2010)., "Financial Intermediation and Monetary Economics." FRB New York Staff Report 398.
3. Afonso, A., and Sousa, R. M. (2009), "The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy", ECB Working Paper No. 991, Frankfurt am Main: European Central Bank.
4. Ahiakpor, W. C. J. (2004), "On the future of Keynesian economics" *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 63, No. 3.
5. Ait-Sahalia, Y., Adnritzky, J., Jobst, A., Nowak, S., and Tamirisa, N. (2010), "Market Response to Policy Initiatives During the Global Financial Crisis," NBER Working Paper 15809.
6. Aiyagari, R., Christiano, L., and Eichenbaum, M. (1992), "The Output, Employment and Interest Rate Effects of Government Consumption", *Journal of Monetary Economics* 30(1), pp. 73-86.
7. Aizenman, J. and Yothin, J. (2010), "The role of fiscal policy in response to the financial crisis", United Nations' Development Policy and Analysis Division, DESA, Background paper -World Economic Situation and Prospects 2011
8. Akerlof, G., (1982), "Labor Contracts as Partial gift Exchange", *Quarterly Journal of Economics*, November.
9. Akerlof, G., and Yelen, J. L. (1985), "A Near-Rational Model of Business Cycle with Wage and Price Inertia", *Quarterly Journal of Economics*, Supplement.
10. Akerlof, G., and Yelen, J. L. (1987), "Rational Models or Irrational Behavior", *American economic Review*, May.
11. Akerlof, G., and Yelen, J. L. (1988), "Fairness and Unemployment", *American economic Review*, May.
12. Alberola, Lopez and Servén. (2004), "Tango with the Gringo: The hard peg and the misalignment in Argentina", World Bank Policy Research Paper 3322.
13. Alesina, A. and Perotti, R. (1997), "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 44, No. 2 (June), pp. 210-248.
14. Alesina, A., and Tabellini, G. (1987), "Rules and Discretion with Noncoordinated Monetary and Fiscal Policies", *Economic Inquiry*, 25(4), pp. 619-30.
15. American Report to the President (2010) "Economic Review of the Recovery Act" American Report to the President on progress implementing the American Recovery And Reinvestment Act of 2009, Washington, 2010, Види: <http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/20100216-annual-report-progress-recovery-act.pdf>
16. Amisano, G., and Giannini, C. (1997), "Topics in structural VAR econometrics", 2nd edition.
17. Anand, M. R., Gupta, G.L., and Dash, R. (2012) "The euro zone crisis, Its dimensions and implication", Ministry of finance – India, 2/2012-DEA. Достапно на: [http://finmin.nic.in/workingpaper/euro\\_zone\\_crisis.pdf](http://finmin.nic.in/workingpaper/euro_zone_crisis.pdf)
18. Angelovska-Bezowska, A., Bogoev, J., Mitreska, A., and Kadievskaja-Vojnovic, M. (2011), "Investigating the cyclical behavior of fiscal policy in the Republic of Macedonia during the period of transition", *Croatian Economic Survey*, 13(1), pp. 57-104.
19. Ardagna, S. (2001), "Fiscal Policy Composition, Public Debt, and Economic Activity", *Public Choice*, Vol. 109, pp. 301-325.
20. Arreaza, M., B. Sorensen and O. Yosha. (1998), "Consumption Smoothing through Fiscal Policy in OECD and EU Countries," *NBER Working Papers*, 6372.
21. Aschauer A. D., and Greenwood, Jeremy. (1985), "Macroeconomic Effects of Fiscal Policy", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 23, pp. 91-138.
22. Auerbach, A. and Feenberg, D. (2000), "The Significance of Federal Taxes as Automatic Stabilizers," *Journal of Economic Perspectives*, Summer, 37-56.
23. Auerbach, A. J., and Gorodnichenko, Y. (2012), "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), pp. 1–27.

24. Auerbach, J.A. and Gale G. W.(2009), “Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity”, Prepared for the conference –Financial stability and Economic Policy organized by Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
25. Azar, G., Kamran, and Mansori. (2011), “2008 Economic crisis analysis”, MPRA Paper No. 33160, posted 04. September 2011 / 23:46
26. Baig, T., Kumar S, M., Vasishtha, G., and Zoli, A. (2006), “Fiscal and Monetary Nexus in Emerging Market Economies: How Does Debt Matter?”, IMF Working Paper, WP/06/184.
27. Baksa, D., S. Benk, M. Z. Jakab. (2010). “Does “The” Fiscal Multiplier Exist? Fiscal and Monetary Reactions, Credibility and Fiscal Multipliers in Hungary”, published by Office of the Fiscal Council.
28. Barro, J.R. (1995), “Inflation and economic growth” NBER Working Paper 5326, NBER, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138
29. Barro, J.R., Ursúa, F. J. (2008), “Macroeconomic Crises since 1870”, NBER Working Paper 13940, NBER, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138
30. Barro, R. J. (January, 2009), “Government Spending Is No Free Lunch”, New York, N.Y., Wall Street Journal.
31. Barro, R. J. (1986), “Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion.” *Economic Journal* 96, Supplement, pp. 23-37.
32. Barro, R. J., and Redlick, C. J. (2011), “Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes”, *The Quarterly Journal of Economics*, 126(1), pp. 51–102.
33. Barro, R.J. (1989), “The Ricardian Approach to Budget Deficit”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.3 (Spring), pp.37-54.
34. Barsky B, R., and Kilian, L. (2002), “Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative” NBER Macroeconomics Annual 2001, Vol. 16.
35. Barsky, B. R., and Kilian, L. (2004), “Oil and the Macroeconomy Since the 1970s” *Journal of Economic Perspectives*, Volume 18, Number 4, Pages 115–134.
36. Baumeister, C., and Benati, L. (2010), “Unconventional Monetary Policy and
37. Baumgartner, J., Ramaswamy, R., and Zettergren, G. (1997), “Monetary Policy and Leading Indicators of Inflation in Sweden” IMF Working Paper WP/97/34, Washington D.C.: International Monetary Fund.
38. Baunsgaard, T, and Symansky A, S. (2009), “Automatic Fiscal Stabilizers,” IMF Staff Position Note SPN/09/23.
39. Baxter, M., and King, R. (1993), “Fiscal Policy in General Equilibrium”, *The American Economic Review*, 83:315-334.
40. Beetsma, R. and A.L. Bovenberg. (1999), “Does Monetary Unification Lead to Excessive Debt Accumulation?”, *Journal of Public Economics*, 74, 299-325.
41. Beetsma, R. M. W. J., and Jensen, H. (2002), “Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union”, ECB Working Paper No. 166, Frankfurt am Main: European Central Bank.
42. Benazić, M. (2006), “Fiskalna politika i gospodarska aktivnost u Republici Hrvatskoj: model kointegracije”, *Ekonomski pregled*, 57 (12), pp. 882-918.
43. Bennett, H., and Loayza, N. (2002), “Policy Biases When the Monetary and Fiscal Authorities Have Different Objectives”, in: Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel, eds., *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, Santiago, Chile: Central Bank of Chile, pp. 299-330.
44. Berglöf, E. (2009), *Transition Report 2009: Transition in Crisis?* (London: European Bank
45. Berkmen, P., G. Gelos, R. Rennhack., and J. Walsh. (2009), “The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact,” IMF Working Paper No.09/280 (Washington: International Monetary Fund).
46. Bernanke S, B. (2004), *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, Princeton.
47. Bernanke S, B. (2005), “The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit”, Remarks at the Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.
48. Bernanke S, B. (2009), “The Crisis and the Policy Response” At the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, Види: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
49. Bernanke S, B., and Mihov, I. (1998), “Measuring Monetary Policy”, *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp. 869-902.

50. Bernanke, B. (2010), "Economic Policy: Lessons from History" At the 43rd Annual Alexander Hamilton Awards Dinner, Center for the Study of the Presidency and Congress, Washington, D.C.
51. Bernanke, B. (2012), "Monetary Policy since the Onset of the Crisis" remarks, Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Jackson Hole, Wyoming, August, 2012
52. Bernanke, B., and Blinder, A. (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, 82(4), pp. 901-921.
53. Bernanke, S.B. (1995), "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 1. (Feb., 1995), pp. 1-28
54. Bernanke, S.B. (2004), "Money, Gold, and the Great Depression", remarks at the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, Lexington, Virginia, available: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>
55. Bértola, Luis., and Antonio Ocampo, José. (February 2012 ), "Learning from Latin America: Debt crises, debt rescues and when and why they work - Latin America's debt crisis and "lost decade", Development Bank of Latin America, Institute for the Study of the Americas, University of London, School of Advance Study, достапен на: [http://americas.sas.ac.uk/fileadmin/ISA/documents/events/Papers/Bertola\\_and\\_Ocampo\\_paper.pdf](http://americas.sas.ac.uk/fileadmin/ISA/documents/events/Papers/Bertola_and_Ocampo_paper.pdf)
56. BIS (2010b), "Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring", Basel Committee on Banking Supervision.
57. BIS, "The global financial crisis", BIS, 79<sup>th</sup> Annual Report, Chapter II, June 2009. Достапно на: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>
58. BIS, (2010a (rev. June 2011), "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems", Basel Committee on Banking Supervision.
59. BIS. (2009), Issues in the Governance of Central Banks: A Report from the Central Bank Governance Group.
60. BIS. (2010), "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences", CGFS Papers, No. 38, Report submitted by the Committee on the Global Financial System.
61. Blanchard J. O., Dell'Araccia, G., and Mauro, P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
62. Blanchard J. O., and Perotti, R. (November, 2002), "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output", *Quarterly Journal of Economics*, 107(4), pp. 1329-1368.
63. Blanchard J.O., and Quah, D. (1989), "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *American Economic Review*, 79(4), September, pp. 655-673.
64. 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, 1329-1368.
65. Blinder, S.A. (1988), "The fall and rise of Keynesian economics" *Economic Record*, pp.278-94.
66. Blundell-Wignall, A. (2012), "Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe" *OECD Journal – Financial Market Trends*, Volume 2011, Issue 2, Pre –printed version OECD
67. Board of Governors (2009). "FOMC Statement," press release, March 18, [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm).
68. Board of Governors (2011). "FOMC Statement," press release, August 9, [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm).
69. Board of Governors (2012). "FOMC Statement," press release, January 25, [www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm).
70. Booth, A. (1983), "The "Keynesian Revolution" in Economic Policy-Making", *Blackwell Publishing, The Economic History Review*, New Series, Vol. 36, No. 1, pp. 103-123.
71. Booth, A. (2001), "New Revisionists and the Keynesian Era in British Economic Policy", *Blackwell Publishing, The Economic History Review*, New Series, Vol. 54, No. 2, pp. 346-366.
72. Borio, C. (2009), "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", *Banque de France Financial Stability Review* No. 13,
73. Borio, C. and Shim, I. (2007), "What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?", BIS Working Paper No. 242.

74. Borio, C., and Drehmann, M. (2009), "Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences", BIS Working Papers, No. 284.
75. Brunol'a, M. and Easterly b', W. (1997), "Inflation crises and long-run growth", *Journal of Monetary Economics* 41 (1998) 3 26
76. Bryant, R. C., Peter H, and Catherine L. M, eds., (1993), *Evaluating policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics* (Washington: Brookings Institution).
77. Bryson, J. H. (1994), "Macroeconomic stabilization through monetary and fiscal policy coordination: Implication for European Monetary Union", *Open Economies Review*, 5(4), pp. 307-326.
78. Buchanan, J. M., and Lee, R. D. (1982), "Politics, Time, and the Laffer Curve", *The University of Chicago Press, The Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 4 (Aug., 1982), pp. 816-819.
79. Bunea-Bontas, Cristina Aurora and Petre, Mihaela Cosmina, "Fiscal Policy during the current Crisis", MPRA Paper No. 18676, posted 16. November 2009
80. Buti, M., Roeger, W. and Veld, (2001), "Stabilising Output and Inflation in EMU: Policy Conflicts and Cooperation under the Stability Pact" . *Journal of Common Market Studies*, forthcoming.
81. Byrns, R., and Stone, G. (1989), *"Macroeconomics"*, 4th edition, Illinois, Scot, Foresman and Company, pp.490.
82. Calabria, A.M. (2009), "Did Deregulation Cause the Financial Crisis", "Cato Policy Report.
83. Caldara, D. and C. Kamps. (March, 2008), "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks? A VAR-based Comparative Analysis", ECB, Working Paper, No. 877.
84. Canzoneri, M and Diba, B. (1998), "Fiscal constraints on central bank Independence and price Stability", in in J Malo de Molina, J Vinals and F Gutierrez (eds) *Monetary Policy and Inflation in Spain*, MacMillan.
85. Canzoneri, M., Cumby, R., and Diba, B. (2001), "Is the price level determined by the needs of fiscal solvency?", *American Economic Review*, 91, (5), pp. 1221-38.
86. Caplan, B. (2007), *The Myth of the Rational Voter: Why Democracies Choose Bad Policies*. Princeton: Princeton University Press.
87. Carfagnini, (2012), "Implications of the Financial Crisis: Canadian Performance", The School of Graduate and Postdoctoral Studies The University of Western Ontario London, Ontario, Canada, доступно на: <http://ir.lib.uwo.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=2081&context=etd>
88. Carletti, E., and Allen, F. (2009), "An Overview of the Crisis: Causes, Consequences and Solutions" , *International Review of Finance*, 10(1), 1-26.
89. Carmassi, J., Gros, D., and Micossi, S. (2009), "The Global Financial Crisis: Causes and Cures", *JCMS*, Volume 47. Number 5. pp. 977-996.
90. Carmen, M. R., and Kenneth S. R. (2009), "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University Press, 41 William street, Princeton, New Jersey
91. Caruana, J. (2010), "Systemic Risk: How to Deal with It," paper for the first international research conference: Challenges to Central Banking in the Context of the Financial Crisis," Bank for International Settlements.
92. Cecchetti, "G.S. (1997), "Understanding the Great Depression: Lessons for Current Policy", NBER Working Paper 6015
93. Center for Economic Analyses -CEA, (2012) "Policy brief about the 2012 measures of the government of macedonia against the global crisis"
94. Center for Economic Analyses, (2009) "Review of the measures of the Macedonian government against the global economic crisis",
95. Christensen, Jens. H.E., Jose A. Lopez, and Glenn D. Rudebusch. (2009). "Do Central Bank Liquidity Facilities Affect Interbank Interest Rates?" Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2009-13.
96. Christiansen, L. (2008), "Fiscal Multipliers—A Review of the Literature," Appendix II to IMF Staff Position Note 08/01, Fiscal Policy for the Crisis" (Washington: International Monetary Fund).
97. Christoffersen, P. F., and Wescott, R. F. (1999), "Is Poland Ready for Inflation Targeting?", IMF Working Paper WP/99/41, Washington D.C.: International Monetary Fund.
98. Chung, Hess., Laforte, Jean-Philippe., Reifschneider, David., and Williams, John. (2012), "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they Work? (PDF)" Staff Report no. 441, (New York: Federal Reserve Bank of New York).
99. Ćirovič, M. (1997), *"Monetarna ekonomija"*, Beograd, Ekonomski fakultet.

100. Claessens, S., Dell Ariccia G., Igan, D., and Laeven, L. (2010), “*Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis*”, IMF WP/10/44.
101. Claessens, S., Pazarbasioglu, C., Laeven, L., Dobler, M., Valencia, F., Nedelescu, O., and Seal, K. (2011), “Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis”, SDN/11/05, Monetary and Capital Markets Department and Research Department – IMF.
102. Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, (2009), Financial Stability Plan Fact Sheet, , достапен на: [http://www.cgsh.com/treasury\\_announces\\_obama\\_administrations\\_financial\\_stability\\_plan/](http://www.cgsh.com/treasury_announces_obama_administrations_financial_stability_plan/)
103. Cogan F, J., Cwik, T., Taylor B, J., and Wieland, V. (2010), "New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34(3), pp. 281-295.
104. Colander, at all., (2009), “The financial Crisis and the Systematic Failure of Academic Economists”, Keil Working paper 1489, Keil Institute for the World Economy, Keil.
105. Collignon, S. (2012), “Europe’s Debt Crisis, Coordination Failure, and International Effects” ADBI Working Paper Series, No. 370.
106. Collignon, S., at.all. (2012), “Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE”, European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, IP/A/ECON/NT/2012-04 JUNE 2012. Достапен на: <http://www.europarl.europa.eu/studies>
107. Collignon, Stefan., Scuola Superiore Sant'Anna., Pisa and Centro Europa Ricerche, Piero Esposito and Yuming Cui. (2012), “Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE” European Parliament, draft version, IP/A/ECON/NT/2012-04.
108. Congressional Budget Office, (2011). Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from April 2011 Through June 2011, достапно на: <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/08-24-ARRA.pdf>
109. Connolly, R. (2009), “Financial vulnerabilities in Emerging Europe: An overview”, Bank of Finland Institute of Transition-BOFIT Online No. 3. <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/BA4C9028-D69D-45CB-ABF1-140ECB129E4C/0/bon0309.pdf>.
110. Cooper, G. (2008), “The Origin of Financial Crisis: Central Banks, Credit Bubbles, and The Efficient Market Fallacy (Harriman House Ltd., Hampshire, United Kingdom, pp. 172.
111. Cottarelli, C., and Viñals, J. (2009), "A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies”, IMF Staff Position Note, SPN/09/22, IMF.
112. Cottarelli, C., et all.(2009 ), “Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis” IMF Occasional Paper No. 269; <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22848.0>
113. Crotty, J. (2008), “Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the ‘New Financial Architecture’”, University of Massachusetts – Amherst Economics Department Working Paper 2008-14
114. Cukierman, A. (2009), “The Great Depression, the Current Crisis and Old versus New Keynesian Thinking What have we Learned and What Remains to be Learned?” Paper Prepared for Symposium on Perspectives on Keynesian Economics, Ben-Gurion University, July 14, 15 2009
115. Dadush, U. at all. (2010), “Paradigm lost: Euro in crisis” 2010 Carnegie Endowment for International Peace, available at: [www.CarnegieEndowment.org/EuroCrisis](http://www.CarnegieEndowment.org/EuroCrisis)
116. Dadush, U., and Eidelman, V. (2010 ), “Exchange Rates and the Crisis: The Dog That Didn’t Bark” *International Economic Bulletin* , достапно на: <http://carnegieendowment.org/2010/02/10/exchange-rates-and-crisis-dog-that-didn-t-bark/998>
117. Davig, T., and Leeper, E. M. (2009), "Monetary-Fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus", FRB Kansas City Working Paper, RWP 09-12, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
118. Davis Polk & Wardwell LLP, (2010 )“Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010”, достапно на: [http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910\\_Financial\\_Reform\\_Summary.pdf](http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf)
119. Davis, J., Marciano, A., and Runde, J. (2004), “*The Elgar Companion to Economics and Philosophy*”, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing Ltd, pp.509.

120. De Grauwe, P., and Grimaldi, M. (2001), "Exchange Rates, Prices and Money: A Long Run Perspective", OeNB Working Paper No. 46, Wien: Oesterreichische Nationalbank.
121. Department of the Treasury of US, (2012) "General Explanations of the Administration's Fiscal Year 2013 Revenue Proposals", Достапно на: <http://www.treasury.gov/resource-center/tax-policy/Documents/General-Explanations-FY2013.pdf>
122. Devlin, R. and French- Davis, R. (1995), "The Great Latin America Debt Crisis: a decade of asymmetric adjustment", *Revista de Economia Politica*, Vol. 15, No.3 (59).
123. Dhont T., and Heylen, F.( 2009), Employment and Growth in Europe and the US–The Role of Fiscal Policy Composition. *Oxford Economic Papers* 61(2): 538–565.
124. Dimitrijevič, B. (2001), "Monetarizam – teorija i ekonomska politika" [online], Ekonomski fakultet-Beograd, Достапно на: [http://www.ekof.bg.ac.yu/nastava/osnovi\\_makro\\_ekonomije/radovi/b-d/B-D-1.pdf](http://www.ekof.bg.ac.yu/nastava/osnovi_makro_ekonomije/radovi/b-d/B-D-1.pdf) [27 Јули 2007].
125. Dixit, A., and Lambertini, L. (2000, 2002), "Fiscal Discretion Destroys Monetary Commitment", Manuscript: Princeton University and UCLA.
126. Dixit, A., and Lambertini, L. (2003), "Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies", *American Economic Review*, 93, pp. 1522-1542.
127. Dolls, M., Fuest, C. and Peichl, A. (2010), "Automatic Stabilizers and Economic Crisis: U.S. vs. Europe NBER Working Paper No. 16275.
128. Dungey, M., and Fry, R. (2007), "The Identification of Fiscal and Monetary Policy in a Structural VAR", CAMA Working Paper No. 29, Canberra: The Australian National University.
129. ECB (2008) "Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations": [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_pricing\\_for\\_recapitalisationsen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf)
130. ECB (2011a), "The ECB's Non-Standard Measures – Impact And Phasing-Out", ECB Monthly Bulletin, July 2011
131. ECB (2011b), "Recent developments in loans to the private sector", Monthly Bulletin, ECB, January 2011
132. ECB, (2011c) "Monetary policy of ECB", Достапно на: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>
133. ECB, (2011d) "Decision Of The European Central Bank on the implementation of the second covered bond purchase programme", (ECB/2011/17) , достапно на [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_29720111116en00700071.pdf?da497291c77ed268313e952f96dd64d5](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116en00700071.pdf?da497291c77ed268313e952f96dd64d5)
134. ECB press release, (10 May 2010) "ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets": <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>
135. ECB press release, (3 November, 2011) "ECB announces details of its new covered bond purchase programme (CBPP2). Достапно на: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html)
136. ECB press release, (4 June, 2009) "Purchase programme for covered bonds", [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html)
137. ECB, (2009), "Decision Of The European Central Bank on the implementation of the covered bond purchase programme" ECB/2009/16, 2 July 2009. Види:
138. ECB, (2010a) "Measures Taken By Euro Area Governments In Support Of The Financial Sector", ECB Monthly Bulletin, April 2010
139. ECB, (2010b), "The ECB's Monetary Policy Stance During The Financial Crisis", ECB Monthly Bulletin, January 2010
140. ECB, (2010c) "Euro Area Fiscal Policies And The Crisis", ECB Occasional Paper series No 109 / APRIL 2010, Достапно на: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp109.pdf>
141. ECB (2010d) "The ECB's Response To The Financial Crisis", ECB Monthly Bulletin, October 2010
142. ECB (2012), "Monetary And Fiscal Policy Interactions In A Monetary Union", ECB Monthly Bulletin , July 2012
143. Eggertsson, G. B., and Woodford, M. (2004), "Policy Options in a Liquidity Trap," *American Economic Review* 94 (2): 76-79.
144. Ehler, M. (2009), "Policy Responses to the global Financial Crisis, The University of Sydney", RBA Economics Competition, First Prize.

145. Epstein, G. (2009), Rethinking Monetary and Financial Policy: Practical suggestions for monitoring financial stability while generating employment and poverty reduction, ILO, Employment Working Paper No. 37.
146. European Commission (2008), "A European Economic Recovery Plan" European Commission, COM(2008)800, Brussels, Достапно на: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13504\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13504_en.pdf)
147. European Commission (2009a), "The EU's Response to Support the Real Economy During the Economic Crises: An Overview of Member States' Recovery Measures", Occasional Paper, No. 51, July.
148. European Commission (2009b), Progress Report on the implementation of the European Economic Recovery Plan of June 2009, available at: [http://ec.europa.eu/financial-crisis/documentation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/financial-crisis/documentation/index_en.htm)
149. European Commission (2009c), "Public Finances in EMU", European Economy, No. 5.
150. European Commission (2012), "Recommendation for a Council Recommendation on the implementation of the broad guidelines for the economic policies of the Member States whose currency is the euro", Brussels . Достапно на: [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/csr2012\\_euroarea\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/csr2012_euroarea_en.pdf)
151. European Commission, (2009) "Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses" European Economy 7|2009, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, prepared under the responsibility of Marco Buti, Director-General for Economic and Financial Affairs, and István P. Székely, Director for Economic Studies and Research.
152. European Commission, (2009), Communication on the Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector: [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/legislation/impaired\\_assets.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/impaired_assets.pdf). Исто така: European Commission Communication on Impaired Assets, OJ C 72, 26 March 2009
153. European Commission, 2009. "Public Finances in EMU". European Economy No 3. European Commission: Brussels.
154. Even, S., and Feldman, N. (2009), "Implications of the Global Economic Crisis", Institute for National Security Studies (INSS)
155. Executive Office Of The President Council Of Economic Advisers, (2011), "The Economic Impact Of The American Recovery And Reinvestment Act Of 2009", Eighth Quarterly Report
156. Executive Office of the President Economic Advisers, (2009), Economic analyses of CARS, , [http://www.whitehouse.gov/assets/documents/CEA\\_Cash\\_for\\_Clunkers\\_Report\\_FINAL.pdf](http://www.whitehouse.gov/assets/documents/CEA_Cash_for_Clunkers_Report_FINAL.pdf)
157. Fabris, N. (2002), "Razvoj ekonomske misli o ekonomskoj politici", doktorska disertacija, Ekonomski fakultet-Beograd, str.347.
158. Fabris, N., i Dimitrijevic, B. (2007), "Ekonomska politika: Teorija i analiza", Ekonomski fakultet-Beograd, str.498.
159. Farina, F., and Tamborini, R. (2004), "Set a Sufficiently Ambitious Budget Target and Let Automatic Stabilizers Work": Will it Really Work in the European Monetary Union?" *Open Economies Review*, 15, 143-168.
160. Fatas, A., and Mihov, I. (2001), "Government Size and Automatic Stabilizers: International and Intranational Evidence", *Journal of International Economics*, 55(1), pp. 3-28.
161. Fatás, A., and Mihov, I. (2001), "The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence", *CEPR Discussion Paper*, 2760.
162. Favero, C., and Giavazzi, F. (2012), "Measuring Tax Multipliers: The Narrative Method in Fiscal VARs ", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), pp. 69–94.
163. FED. (2012), "The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability" FED statement, web page (Last update: October 31, 2012): [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm)
164. Feldstein, M. (1991) "Reducing the risk of economic crisis", NBER Working Paper 3620, , NBER, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138
165. Feldstein, M. S. (2009), "Rethinking the Role of Fiscal Policy", NBER Working Paper 14684, National Bureau of Economic Research.
166. Fernández, F. de C., and Hernández, de Cos, P. (2006), "The Economic Effects from Exogenous Fiscal Shocks in Spain: A SVAR Approach", European Central Bank, Working Paper Series No. 647.

167. Fialho M, L., and Portugal M, S.. (2005), Monetary and Fiscal Policy Interactions in Brazil: An Application of The Fiscal Theory of The Price Level. *Est. Econ., Sao Paulo*, V. 35, N. 4, p. 657-685.
168. Financial Services Authority, (2009), “A Regulatory Response to the Global Banking Crisis”, (The Turner Review), London.
169. Fischer, J., and Justo, I. (2010), “Government Fiscal And Real Economy Responses To The Crises: Automatic Stabilisers Versus Automatic Stabilisation”, Fiscal Policy: Lessons from the Crisis, Public Finance Workshop, presented at the Banca d’Italia workshop held in Perugia.
170. Fischer, S. (1993), “Long-Term Contracts, Rational Expectations, and The Optimal Money Supply Rule”, *Journal of Political Economy*, February.
171. Fischer, S. (1995), “Long – Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule”, *New Keynesian Economics*, I tom.
172. Fleming, M., Hrung, W., and Keane, F. (2010), “Repo Market Eeffects of the Term Securities Lending Facilities,” Federal Reserve Bank of New York Staff, Reports No. 426.
173. Freedman,C., Kumhof, L. D., and Lee. (2009), “The Case for Global Fiscal Stimulus”, IMF Staff, Position Note, SPN/09/03.
174. Fretes, V., and Villela, L. (October 2008), “The Fiscal Impact of the International Financial Crisis on Latin American and Caribbean Economies”, Institutional Capacity and Finance Sector, Inter-American Development Bank,
175. Friedman, M. (1956), “The Quantity Theory of Money: A Restatement” in *M. Friedman (ed.) Studies in Quantity Theory of Money*, Chicago: University Chicago Press.
176. Friedman, M. (1959), “The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results”, NBER Occasional Paper 68.
177. Friedman, M. (1968), “The Role of Monetary Policy,” *American Economic Review*, Vol.58, No.1, 1 - 17.
178. Friedman, M. (1972), “Have monetary Policy Failed”, *American Economic Review* 62, May, pp.11-18.
179. Friedman, M. (1975), “The Demand and Supply of Inflation,” *Journal of Law and Economics* 18, , pp.807-836.
180. Friedman, M. (1976), “Recent Developments in the Theory of Inflation and unemployment.” *Journal of Monetary Economics* 2, pp.185-219.
181. Friedman, M. (2002),” *Capitalism and Freedom*”. 40th anniversary ed. Chicago:University of Chicago Press.
182. Friedman, M. (1976), “ Inflation and unemployment”, Nobel Memorial Lecture.
183. Friedman, M., and Schwartz, A. J. (1963a), “ A monetary history of United States 1867-1960”, Princeton NJ: Princeton University Press for NBER.
184. Friedman, M., and Schwartz, A. J. (1963b),”Money and business cycles” *Review of Economics and Statistics* 45, supplement, pp.32-64.
185. Fuhrer, J. C., and Giovanni, P. O. (2011), “The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Treasury Purchase Program,” Public Policy Briefs 2011-02. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, April, [www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm](http://www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm).
186. Furceri, D., and Mourougane, A. (2009), ”Financial Crises: Past Lessons And Policy Implications”preliminary version, OECD, World Commodity Trends and Prospects. Note by the Secretary-General, United Nations, A/63/267, p.11.
187. G-20, (2009), “Updated Stocktaking of the G-20 Responses to the Global Crisis: A Review of Publicly Announced Programs for the Banking System”Meetings of G-20 Ministers and Deputies. London, U.K. prepared by Staff of the International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/090309b.pdf>
188. Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., and Sack, B. (2010), “Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 441.
189. Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., and Sack, B. (2011). “The FinancialMarket Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases,” *International Journal of Central Banking*, vol. 7 (March), pp. 3-43.
190. Gagnon, J., Raskin,M., Remache,J., and Sack, B.. (2010), “Large Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 441.
191. Galati, G., and Richhild, M.. (2011), “Macroprudential policy – a literature review” BIS Working Papers, No. 337.



192. Galí, J., and Monacelli, T. (2008), "Optimal monetary and fiscal policy in a currency union", *Journal of International Economics*, 76, pp. 116–132.
193. Galí, J., and Perotti, R. (2003), "Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe", NBER Working Paper 9773, National Bureau of Economic Research.
194. Galí, J., López-Salido, D., and Vallés, J. (2007), "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption", *Journal of the European Economic Association*, 5(1), pp. 227-270.
195. Gambacorta, L. (2009), "Monetary Policy and the Risk-Taking Channel," BIS Quarterly Review, December, pg. 43-53.
196. Gavin, W. T., and Kydland, F. E. (2000), "The Nominal Facts and the October 1979 Policy Change", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82(6), pp. 39-62.
197. Ghosh, A., M. Chamon, C. Crowe, J. Kim, and J. Ostry. (2009), "Coping with the Crisis:
198. Giannini, C., and Cottarelli, C. (1998), "Inflation, Credibility, and the Role of the International Monetary Fund", *IMF paper on Policy Analysis and Assessment*, No.PPAA/98/12.
199. Giavazzi, F. (2010), "Fiscal and monetary policies in the crisis: The Exit stage" Inter-American Development Bank, No. IDB-DP-100.
200. Giavazzi, F. and Pagano, M., (1990), "Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries," NBER Macroeconomics Annals 5, pp. 111-6.
201. Giavazzi, F., Japelli, T., and Pagano, M., (2000), "Searching for Non-linear Effectes of Fiscal Policy:Evidence from Industrila and Developing Countries," *European Economic Review*, Vol. 44, pp. 1259-89.
202. Giordano, R., Momigliano, S., Neri, S., and Perotti, R. (2008), "The effects of fiscal policy in Italy: Evidence from a VAR model", Bank of Italy Working Paper No. 656, Roma: Banca D'Italia.
203. Glick, R. and Hutchison, M. (2011),"Currency Crises", Working Paper 2011-22, FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO, <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2011/wp11-22bk.pdf>
204. Gnan, E., and Raunig, B., (2009), Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment – Summary of the 37th Economics Conference of the Oesterreichische Nationalbank (OeNB) on May 14 and 15, 2009,
205. Goldberg, L. S., Kennedy,C., and Miu, J.( 2010), "Central Bank Dollar Swap ines and Overseas Dollar Funding Costs," NBER Working Paper No. 15763.
206. Gordon J. R. (1997), "What is new-Keynesian economics?", *Journal of Economic Literatur* 28, September, pp.1115-71 - in Macroeconomics Reader, edited by Snowdon B. and Vane H.
207. Gordon, D., and Leeper, E. (1994), "The Dynamic Impact of Monetary Policy: An Exercise in Tentative Identification," *Journal of Political Economy*, CII, pp. 1128-1147.
208. Gordon, J. R. (1981), "Output Fluctuations and Gradual Price Adjustment", *Journal of Economics Literature*, Vol.19, issue 2, June.
209. Graeme Donald Snooks.(2000), "*The Global Crisis Makers An End to Progress and Liberty?*", MACMILLAN PRESS LTD.
210. Grant, W., and Nath, S. (1984), "*The Politics of Economic Policy Making*", Blackwell.
211. Greene, E. J. (2002), "The Output Decline in Asian Crisis Countries: Investment Aspects", IMF WP/02/25.
212. Greenwald, B., and Stiglitz J. (1997), "New and old Keynesians"*Journal of Economics Perspectives* 7, Winter, pp.22-44, in Macroeconomics Reader, edited by Snowdon B. and Vane H.
213. Hamilton, J. D., and Jing C. Wu (2012), "The Effectiveness of Alternative MonetaryPolicy Tools in a Zero Lower Bound Environment," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44 supplement (February), pp. 3-46.
214. Hancock, D., and Passmore, W. (2011). "Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates?" *Journal of Monetary Economics*, vol. 58 (July), pp. 498-514.
215. Hannoun, H, (2012), BIS Deputy General Manager Speech:"Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy", Bank for International Settlements, 47th SEACEN Governors' Conference Seoul, Korea.
216. 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 WP/02/208, Washington D.C.: International Monetary Fund.

217. Hinić, B., Miletić, M. (2013), "Efficiency of the fiscal and monetary stimuli: the case of Serbia" National bank of Serbia, Directorate for economic research and statistics, 2nd Research Conference "Policy Nexus and the Global Environment: A New Consensus Emerging from the Crisis?", Skopje.
218. Hornbeck, J. F. (2002), "The Argentina Financial Crisis: A chronology of Events", CRS report for Congress, code RS 21130, January 31, pp.1-6.
219. Hoshi, Takeo., and Kashyap, Anil. (1999), "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?" NBER Macroeconomics Annual, Volume 14, (p. 129 - 212).
- 220.
221. Hunt, B. (2005), "Oil Price Shocks: Can they Account for the Stagflation in the 1970s?", IMF Working paper 05/215.
222. Iliev, V. (April 26, 2013), "Fiscal Policy and Economic Growth in Bulgaria Bulgarian National Bank", 2nd Research Conference "Policy Nexus and the Global Environment: A New Consensus Emerging from the Crisis?", Skopje.
223. IMF (2010a) "Central Banking Lessons from the Crisis", Prepared by the IMF Monetary and Capital Markets Department, Approved by José Viñals
224. IMF (2010b) "Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures" Background Paper, prepared by the IMF Monetary and Capital Markets Department, Approved by Christopher Towe
225. IMF (2010c), "Exiting from Crisis Intervention Policies", Prepared by the Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets, and Research Departments, Approved by Olivier J. Blanchard, Carlo Cottarelli, and José Viñals
226. IMF Country Report No. 10/19, 2010: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr1019.pdf>
227. IMF Country Report No. 12/133, 2012: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12133.pdf>
228. IMF Fiscal Affairs Department, (2009), "The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009," IMF Staff Position Note 09/25.
229. IMF, (2009a), Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. Fiscal Affairs Department Staff Position Note SPN/09/13. Washington, DC: IMF.
230. IMF, (2009b), "Market Interventions During the Financial Crisis: How Effective and How to Disengage?", Global Financial Stability Report, October 2009
231. IMF, (2009c), "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," Washington, D.C.
232. IMF, (2009d), "Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF," Washington, D.C.
233. IMF, (2009e), "Initial Lessons of the Crisis" Washington, D.C.
234. IMF, (2009f), "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy" Approved by Olivier Blanchard.
235. IMF, (2010), "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?", prepared by the Strategy, Policy, and Review Department, Approved by Reza Moghadam.
236. IMF, (2010d), "The Role of Indicators in Guiding the Exit from Monetary and Financial Crisis Intervention Measures", Background Paper prepared by the Monetary and Capital Markets Department, Approved by Christopher Towe.
237. IMF, (2010f), "Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures", prepared by the Monetary and Capital Markets Department, Approved by Christopher Towe :, Background Paper.
238. IMF, (2010g), "Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World", prepared by the Fiscal Affairs Department, Approved by Carlo Cottarelli:
239. IMF, (2010h), "Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation." World Economic Outlook (October), Chapter 3.
240. IMF (2010i), "Policy Options for Emerging Market Countries," IMF Staff Position Note No. 2010/04 Washington: International Monetary Fund).
241. IMF, (2011), ARTICLE IV CONSULTATION, IMF Country Report No. 11/201
242. IMF, (2012), "Balancing Fiscal Policy Risks", Fiscal Monitor
243. IMF, (2013), The IMF's Precautionary and Liquidity Line (PLL), available on:
244. IMF, World economic outlook (WEO) 2009: "Crisis Recovery",
245. IMF. (2012), "Commodity prices swings and commodity exporters" World Economic Outlook Chapter 4 – Growth Resuming Dangers Remain.

246. IMF.(2011), “Macroprudential Policy: An Organizing Framework – Background Paper”.
247. Ingves, S., Lind, G., Shirakawa, M., Caruana, J., Martinez, G. O. (2009), “Lessons Learned from Previous Banking Crises: Sweden, Japan, Spain and Mexico”, Group of Thirty, Occasional Paper 79, Washington D.C.
248. Jakšič, M. i Pejič, L.(1999), “Razvoj ekonomske misli”, Beograd, Ekonomski fakultet – Beograd, Čigoja štampa, str. 607.
249. Jakšič, M., Dimitrijevič, B., Fabris, N. i Praščević, A. (2001), “Savremena makroekonomska misao”, Beograd, Čigoja štampa.
250. Jakšič, M., Praščević, A., *Istorija ekonomije*, Ekonomski fakultet, 2007
251. Jickling, M. (2010), “Causes of the Financial Crisis”, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Service, R40173.
252. Jiménez, G., Steven, O., Alcalde, José Luis, P., and Jesús, S. (2007), “Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk?” CEPR Discussion Paper No. 6514.
253. Kadieska-Vojnovik, M. (2007), “Economic Policy and Macroeconomic performanse, the Case of the Republic of Macedonia”, Master thesis, University of Sheffield.
254. Kadieska-Vojnovic i Uneska ”Cenovna i dohodna elasticnost na izvozot i uvozot na Republika Makedonija i ekonomskiot rast”, NBRM, objaven maj 2007, dostapno: <http://nbrm.gov.mk/WBStorage/Files/Dohodna-i-cenovna-elasticnost-na-izvozot-i-uvozot.pdf>
255. Kanaya, Akihiro., and Woo, David. (January 2000), “The Japanese Banking Crisis of the 1990s: sources and Lessons”, IMF WP/00/7.
256. Keynes, J. M. (1973), “*The Collected Writings of John Maynard Keynes - The General Theory of Employment, Interest and Money*”, Cambridge University Press, The Royal Economic Society.
257. Kiff, J., and Mills, P.(2007), “Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets” IMF WP/07/188.
258. Kiley, M. (2012), “The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates,” Finance and Economics Discussion Series 2012-54. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, [www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201254/201254abs.html](http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201254/201254abs.html).
259. Kirman, A. (2011), “The Crisis in Economic Theory”, *Rivista Italiana degli Economisti*, Vol.1.
260. Kohn L, D, (2010)“The Federal Reserve’s Policy Actions during the Financial Crisis and Lessons for the Future”, Vice Chairman at the Carleton University, Ottawa, Canada, Види: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100513a.htm>
261. Kraay, A., and Ventura, J. (2007), “The Dot-Com Bubble, the Bush Deficits, and the U.S.Current Account”, NBER, G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press.
262. Krishnamurthy, Arvind., and Vissing-Jørgensen, Annette. (2011). “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 215-65.
263. Krugman, P. (2008), “Depression Economics Returns,” *New York Times* (November 14, 2008).
264. Krugman, P. (2009), “How Did Economists Get it So Wrong?” *New York Times Magazine*, at <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>.
265. Krugman, P. (2011), “The Profession and the Crisis”, *Eastern Economic Journal*, 2011, 37, (307–312).
266. Kutan, A. M., and Brada, J. C. (1999), "The End of Moderate Inflation In Three Transition Economies?", FRB St. Louis Working Paper 99-003A, St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
267. Kuttner N, K. (2002), "The Monetary-Fiscal Policy Mix: Perspectives from the U.S", Prepared for the conference on *The Monetary Policy Mix in the Environment of Structural Changes*, sponsored by the National Bank of Poland.
268. Kuttner, N.K.. (2002), "The Monetary-Fiscal Policy Mix: Perspectives from the U.S", Prepared for the conference on *The Monetary Policy Mix in the Environment of Structural Changes*, sponsored by the National Bank of Poland, October 24–25, 2002.
269. Kydland, F. E. and Prescott, E. C. (1982), “Time to build and Aggregate Fluctuations”, *Econometrica* 50, November, pp. 1345-70.
270. Kydland, F. E., and Prescott, E. C. (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy* 85, June, pp. 473-91.

271. Laeven, L. & Valencia, F. (2008), Systemic Banking Crises: A New Database. IMF, Working Paper, WP/08/224.
272. Laeven, L. and Valencia, F. (2010), "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly" IMF Working Paper, WP/10/146
273. Laffer, A. (2004), "The Laffer curve: Past, Present and Future", *Backgrounders, The Heritage Foundation*, No. 1765.
274. Laidler, D. (1981), "Monetarism: An Interpretation and an Assessment", *Blackwell Publishing for the Royal Economic Society, The Economic Journal*, Vol. 91, No. 361 (Mar., 1981), pp. 1-28.
275. Laidler, D. (1986), "The new-classical contribution to macroeconomics", *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, pp.27-55.
276. Lambertini, L., and Rovelli, R. (2004), "Monetary and fiscal policy coordination and macroeconomic stabilization. A theoretical analysis", Dipartimento di Scienze Economiche, Bologna: Universita di Bologna.
277. Lars, J. (2008), "Lessons from Financial Liberalisation in Scandinavia", *Comparative Economic Studies*, 0, (1–35), European Commission, Brussels, Belgium.
278. Laurens, B., and de la Piedra, E.G. (1998), "Coordination of Monetary and Fiscal Policies", IMF Working Paper WP/98/25, Washington D.C.: International Monetary Fund.
279. Lawson, T. (2009), "The current economic crisis: its nature and the course of academic economics" *Cambridge Journal of Economics*, 33, 759–777.
280. Leeper, E. M. (1991), "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics*, 27(1), pp. 129–147.
281. Levin, A., López-Salido, D., Nelson, E., and Yun, T. (2010), "Limitations on the Effectiveness of Forward Guidance at the Zero Lower Bound," *International Journal of Central Banking*, vol. 6, pp. 143-89.
282. Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., and X. Wu. (2011), "Macropprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", IMF Working Paper /11/238.
283. Lin, Y. J. (2009), Special Report, "Policy Responses to the Global Economic Crisis" Development Outreach World Bank Institute.
284. Long, B. (2000), "The triumph of Monetarism?", *American Economic Association, The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp. 83-94.
285. Lora E., and Ugo, P. (2002), "Structural reforms in Latin America Under Scrutiny", Research Department Working Paper No. 201, Inter American Development Bank, Washington, D.C.
286. Lothian R, J. (2009), "U.S. Monetary Policy and the Financial Crisis", Federal Reserve Bank of Atlanta, CenFIS Working Paper 09-01.
287. Lucas, E. R. (1986), "Principles of fiscal and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol.17, pp.117-134.
288. Lucas, R. (1972), "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, April, pp.103-24.
289. Lucas, E. R. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", Carnegie – Rochester Conference Series in Public Policy 1, pp.19-46.
290. Lucas, E. R. (June 1973), "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", *American Economic Review* 63, pp. 326-334.
291. Lucas, R., and Sargent, T. (1978), "After Keynesian Macroeconomics" After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment "Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston, pp.49-72.
292. Lucas, R., E., Jr. (1977), "Understanding Business Cycles", in K. Brunner and A.H. Meltzer (eds), *Stabilization of the Domestic and International Economics*, Amsterdam, North Holland.
293. Lutkepohl, H. and Kratzig, M., (2004), "Applied time series econometrics", Cambridge, Cambridge University Press.
294. Mai, N. (May 9, 2008 ), "Lessons from the 1990s Scandinavian banking crises" Economic Research, Global Data Watch, JPMorgan Chase Bank, London.
295. Malleret T., Orlova N., and Romanov V. (1999 ), "What Loaded and Triggered the Russian Crisis?", *Post-Soviet Affairs*, 15(2).

296. Manic, S. (2009), "Economic Crisis, Its Prospects and Challenges for Economic Theory", *Scientific Bulletin – Economic Sciences* . Vol. 8 (14) University of Pitesti.
297. Mankiw, G. (1985), "Small Menu Cost and Large Business Cycles: a Macroeconomic model of Monopoly", *Quarterly Journal of Economics*, May.
298. Mankiw, G. (1992), "The reincarnation of Keynesian economics", *European Economic Review* 36, April, pp. 559-65.
299. Mărginean, Stanef and Crețu, (2011), "The Crisis of Economic Theory in the Middle of the Economic Crisis", *Theoretical and Applied Economics, Volume XVIII, No. 5(558), pp. 159-168.*
300. Maurice, O., and Rogoff, K. (2009), "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes," Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA.
301. Maurice, O. (2009), "Time of Troubles: The Yen and Japan's Economy, 1985-2008", Prepared for the ESRI/Chicago GSB/Columbia Business School Conference on "Japan's Bubble, Deflation, and Long-Term Stagnation," Federal Reserve Bank of San Francisco, December 11-12, 2008
302. McAndrews, J., Sarkar, A., and Wang, Z. (July, 2008), "The Effect of the Long-Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate," Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 335.
303. McCallum, T. B. (1987), "The Development of Keynesian Macroeconomics", *The American Economic Review*, Vol. 77, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Ninth Annual Meeting of the American Economic Association, pp.125-29.
304. McKibbin, W., and Sachs D, J. (1988), "Coordination of Monetary and Fiscal Policies in the Industrial Economies" in Jacob A. Frenkel, ed, *International Aspects of Fiscal Policies*, National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, pp.73-120.
305. Mélitz, J. (1997), "Some Cross-Country Evidence about Debt, Deficits and the Behavior of Monetary and Fiscal Authorities," CEPR Discussion Paper No. 1653, London: Center for Economic Policy Research.
306. Mélitz, J. (June, 2000), "Some Cross-Country Evidence about Fiscal Policy Behavior and Consequences for EMU" (Mimeo).
307. Mendoza, E., and Terrones, E.M. (2008), "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data," NBER Working Paper No. 14049, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
308. Merrouche, O., and Nier, E. (2010), "What Caused the Global Financial Crisis?—Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007", IMF WP/10/265.
309. Mertens, Karel., and Ravn O, Morten. (2012), "Empirical Evidence on the Aggregate Effects of Anticipated and Unanticipated US Tax Policy Shocks", *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), 145–181.
310. Mishkin S. F. (2009), "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises", *American Economic Review*, 99 (2): 573-577.
311. Mishkin S. F. (2010), "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", Prepared for the ECB Central Banking Conference, "Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis," Frankfurt.
312. Mitreska, A. at all. (2010), "DID THE CRISIS CHANGE IT ALL? EVIDENCE FROM MONETARY AND FISCAL POLICY", NBRM Working paper, достапно на: <http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=424EC06D0DD56F4AADE29A45ADFD384A>
313. Mohanty, D. (2010), "The global financial crisis – genesis, impact and lessons", Speech by Mr Deepak Mohanty, Executive Director of the Reserve Bank of India, at the international conference on "Frontiers of interface between statistics and science", BIS Review 15/2010
314. Moreno, R.(2011), "Policymaking from a "macroprudential" perspective in emerging market economies" BIS Working Papers, No. 336.
315. Mountford, A. and H. Uhlig. (2005), "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", A SFB 649 Discussion Paper 2005-039. Humboldt University, Berlin.
316. Mountford, A., and Uhlig, H. (2002), "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", *CEPR Discussion Paper*, 3338.
317. Muscatelli V, ., Tirelli, P., and Trecroci, C . (2002), "The Interaction of Fiscal and Monetary Policies: Some Evidence using Structural Models", University of Glasgow Working Paper.
318. Muscatelli V, A., Tirelli, P., and Trecroci, C. (2002), "Monetary and Fiscal Policy Interactions over the Cycle: Some Empirical Evidence", CESifo Working Paper Series, No. 817, Munich: CESifo Group.

319. Muscatelli V, A., Tirelli, P., and Trecroci, C. (October, 2003), "Fiscal and Monetary Policies Interactions: Empirical Evidence and Optimal Policy Using a Structural New Keynesian Model", CESifo Working Paper No. 1060.
320. Muscatelli V, A., Tirelli, P., and Trecroci, C. (2004), "Can Fiscal Policy Help Macroeconomic Stabilisation? Evidence from a New Keynesian Model with Liquidity Constraints", CESifo Working Paper no.1171.
321. Muscatelli, V. A., Tirelli, P., and Trecroci, C. (2004), "Fiscal and Monetary Policies Interactions: Empirical Evidence and Optimal Policy Using a Structural New Keynesian Model", *Journal of Macroeconomics*, 26(2), pp. 257-280.
322. Muscatelli, V. A., Tirelli, P., and Trecroci, C. (2005), "Fiscal and Monetary Policy Interactions in a New Keynesian Model with Liquidity Constraints", (mimeo).
323. Muth, J. (1961), "Rational Expectations and the Theory of Price Movements," *Econometrica* 29, pp. 315-333.
324. Nakamura, E., and Steinsson, J. (2011), "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U.S. Regions." Unpublished paper, Columbia University.
325. Nanto, K.D. coordinator, (2009), "The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications" CRS Report for Congress RL34742.
326. Nelson, C., and Plosser, C. I. (1982), "Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implication", *Journal of Monetary Economics* 10, September, pp. 139-62.
327. Nelson, E., and Schwartz, J. A. (2007), "The impact of Milton Friedman on modern monetary economics: setting the record straight on Paul Krugman's "Who was Milton Friedman?", NBER, working paper 13546.
328. Nier, E. (2009), "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis," IMF Working Paper 09/70.
329. Nobay, A. R., and Johnson, G. H. (1977), "Monetarism a Historic-Theoretic Perspective" *American Economic Association, Journal of Economic Literature*, Vol. 15, No. 2, pp. 470-485.
330. Nordhaus, W. D. (1994), "Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 139-199.
331. Nuti D. M. (2009), "The Impact Of The Global Crisis On Transition Economies" *economic Annals* , Volume LIV, No. 181.
332. O'Connor, D. (2004), *The Basics of Economics*, Connecticut (US), Greenwood press, pp.387.
333. OECD Economic Outlook, "THE EFFECTIVENESS AND SCOPE OF FISCAL STIMULUS", Interim Report March 2009, Chapter 3. Достапно на: <http://www.oecd.org/economy/economicoutlookanalysisandforecasts/42421337.pdf>
334. Office of Management and Budget's report, (2011), Transmittal of the Office of Management and Budget's required report per the Emergency Economic Stabilization Act of 2008. Види: <http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/omb/reports/emergency-economic-stabilization-act-of-2008.pdf>
335. Padoan, P. C. (2009), "Fiscal Policy in the Crisis: Impact, Sustainability, and Long-Term Implications, ADBI Working Paper Series No. 178.
336. Pagan, A. R., and Pesaran, H.M. (2008), "Econometric Analysis of Structural Systems with Permanent and Transitory Shock", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32(10), pp. 3376-3395.
337. Palley, I. T. (2004), "From Keynesianism to Neoliberalism: Shifting Paradigms in Economics", *Pluto Press*.
338. Parkin, M. (1986), "The Output-Inflation Trade-off When Prices are Costly to Change", *Journal of Political economy*, February.
339. Pastor, M. Jr. (1989), "Latin America, the Debt Crisis, and the International Monetary Fund", *Latin American Perspectives*, Vol. 16, No. 1, *Latin America's Debt and the World, Latin American Perspectives*, Vol. 16, No. 1, Latin America's Debt and the World Economic System, pp. 79-110, Sage Publications, Inc.
340. Patinkin, D. (1990), "On different interpretations of the General Theory", *Journal of Monetary Economics* 26, pp. 205-43.
341. Perotti, E. (2001), "Lessons from the Russian Meltdown: The economics of Soft Legal Constraints", CERP Policy Paper No. 9.
342. Perotti, R. (2004). "Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries", IGIER Working Paper 276, Milano: Universita Bocconi.
343. Perotti, R. (2007). "In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy", in Acemoglu, D., Rogoff, K., and Woodford, M., eds., *NBER Macroeconomics Annual 2007*.

344. Petrevski, Tevdovski and Bogoev. (2013 in preparation), "Fiscal and Monetary Policy Effects in the South Eastern European Economies", IV Globalization including Regional and International Economic Policy Coordination, CERGE-EI Research.
345. Petrovic and Tutsch. (2009), "National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis", ECB Legal Working Paper No 8.
346. Phelps, E. S. (1967), "Phillips Curve, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time", *Economica* (N. S.) 34, pp. 254-281.
347. Plosser, C. I. (1989), "Understanding Real Business Cycles", *Journal of Economic Perspectives* 3, Summer, pp. 51-77.
348. Pollin, R. (2012), "US government deficits and debt amid the great recession: what the evidence shows" *Cambridge Journal of Economics* 2012, 36, 161-187. [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/other\\_publication\\_types/magazine\\_journal\\_articles/pollin\\_CJE2012.PDF](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/other_publication_types/magazine_journal_articles/pollin_CJE2012.PDF)
349. Popov, V. (2011), "Currency crises in Russia and the transition economies", MPRA paper no. 28117.
350. Praet, P. (2012), "The role of the central bank and euro area governments in times of crisis" Speech by Praet, Member of the Executive Board of the ECB at the German Federal Ministry of Finance, Berlin, 19
351. Prašević, A. (2009), "Velika ekonomska depresija (1929.) i globalna ekonomska recesija (2008.): uticaj na promenu makroekonomske paradigme", monografiji "Krizna i globalizacija", Centar za ekonomska istraživanja, Institut društvenih nauka, Beograd str. 122-136
352. Pujol, T., and Griffiths, M. (1998), "Moderate Inflation in Poland: A Real Story", in Cottarelli, C., and Szapáry, G., eds., *Moderate Inflation - The Experience of Transition Economies*, Washington D.C.: International Monetary Fund & National Bank of Hungary.
353. Raghuram, R. (2006), "Has Finance Made the World Riskier?" *European Financial Management* 12(4), pg. 499-533.
354. Ramey A, V. (2011), "Can Government Purchases Stimulate the Economy?", *Journal of Economic Literature*, 49(3), pp. 673-68.
355. Ravnik, R., and Zilić, I. (2011), "The use of svar analysis in determining the effects of fiscal shocks in Croatia" *financial theory and practice*, 35 (1), pp. 25-58.
356. Reed, W.R.. (2008), "Great myths of the Great Depression", Original edition printed in 1981. This edition was printed in 2008 — during the 20-year anniversary of the Mackinac Center for Public Policy — as a joint project of the Mackinac Center and the Foundation for Economic Education.
357. Reinhart, C., and Rogoff, K. (2008), "Is the 2007 U.S. Subprime Crises So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review* Vol. 98 No. 2, pp. 339-44.
358. Reinhart, C., and Rogoff, K. (2009), "The Aftermath of Financial Crises", *American Economic Review* 99 (2): 466-472.
359. Reinhart, M.C. and Kenneth S. R. (2008) "THIS TIME IS DIFFERENT: A PANORAMIC VIEW OF EIGHT CENTURIES OF FINANCIAL CRISES", NBER Working Paper 13882, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138
360. Reinhart, M.C. and Reinhart, R.V.(2010), "After a Fall", NBER Working Paper No. 16334
361. Revankar, S, N. (1980), "Testing of the Rational Expectations Hypothesis", *The Econometric Society, Econometrica*, Vol. 48, No. 6, pp. 1347-1363.
362. Romer D, C. (2012), "Fiscal Policy In The Crisis: Lessons And Policy Implications", University of California, Berkeley. Достапно на: <http://elsa.berkeley.edu/~cromer/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy.pdf>
363. Romer, C. D., and Romer, D. H. (2010), "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks", *American Economic Review*, 100(3), pp. 763-801.
364. Romer, D. (1993), "The New Keynesian Synthesis", *The Journal of Economic Perspectives*, VII tom, No.1.
365. Romer, D. (2011), "What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis?", IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis.
366. Romer, D. C. (2009), "The Economic Crisis: Causes, Policies, and Outlook", Testimony before the Joint Economic Committee.

367. Romer, D.C. (2009), "Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009", Council of Economic Advisers, presented at the Brookings Institution, Washington, D.C., *источака Revista de Economía Institucional*, Vol. 11, No. 21, Second Semester of 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1535520>
368. Roncaglia, A. (2005), "*The Wealth of Ideas - A History of Economic Thought*", New York, Cambridge University Press, pp.582.
369. Ross, K. (1998), "Post Stabilization Inflation Dynamics in Slovenia", IMF Working Paper WP/98/27, Washington D.C.: International Monetary Fund.
370. Rukelj, D. (2009), "Modelling Fiscal and Monetary Policy Interactions in Croatia Using Structural Vector Error Correction Model", *Economic Trends and Economic Policy*, 121, pp. 27-59.
371. Sachs, D. J., and Woo, W. (January 1999), "The Asian Financial Crisis: What Happened, and What is to be done", Collections: William Davidson Institute (WDI) Working Papers 1999-253.
372. Saito, J. (1997), "The Japanese Business Cycle after 1991: How is it Different, and Why?" *Journal of Asian Economics*, Vol. 8, pp.263-93.
373. Samuels, W.J., Biddle, J. and Davis, J. (2003), "*A companion to the history of economic thought*", Blackwell Publishing Ltd, pp. 712.
374. Sargent, T., and Wallace, N. (1976), "Rational Expectation and the Theory of Economic policy", *Journal of Monetary Economics*.
375. Sargent, T.J. and N. Wallace. (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", FRB of Minneapolis Quarterly Review, 5, no.3, 1-17.
376. Saurina, J.(2009), "The Issue of Dynamic Provisioning: A Case Study," Presentation at the European Commission Conference on Financial Reporting in a Changing World, Brussels.
377. Schneider, F. and Kirchgässner, G. (2009), "Financial and World Economic Crisis: What Did Economists Contribute?", Discussion Paper no. 2009-14, Department of Economics University of St. Gallen Varnbuelstrasse 19 CH-9000 St. Gallen
378. Screpanati, E., and Zamagni, S. (2005), "*An Outline of the History of Economic Thought*", New York, Oxford University Press Inc. pp.559.
379. Seater, J. (1993), "Ricardian Equivalence", *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, pp. 142-190
380. Sellin, P.(2009), "The central banks' extraordinary measures during the financial crisis", *Economic Commentaries*, No. 9, Sveriges Riksbank.
381. Semmler, W. and Zhang, W. (2003), *Monetary and Fiscal Policy Interactions: Some Empirical Evidence in the Euro-Area*. Center for Empirical Macroeconomics, Bielefeld, and New School University, New York and Center for Empirical Macroeconomics, Bielefeld University, Germany. Available at: [newschool.edu/gf/cem/papers/wp/no\\_48.pdf](http://newschool.edu/gf/cem/papers/wp/no_48.pdf).
382. Servén, L., and Nguyen, H. (2010), "Global Imbalances Before and After the Global Crisis", The World Bank Policy Research Working Paper 5354.
383. SESRIC, (2011), "European Debt Crisis and Impacts on Developing Countries?" SESRIC REPORTS ON GLOBAL FINANCIAL CRISIS, SR/GFC/11 - 9, July – December 2011
384. SESRIC, (2011), "The Eurozone debt crisis: a second wave of the global crisis?" SESRIC reports on global financial crisis, sr/gfc/11 - 8, 2011 – 1 issue
385. Shapiro, C., and Stiglitz, J. (1984), "Equilibrium Unemployment as a Discipline Device" *American economic Review*, June.
386. SHEEN, J., & BLANCHARD, O. (2009), "*Macroeconomics*", Sydney, Pearson.
387. Shirakawa, M. (2009), "International policy response to financial crises" Remarks by Mr Masaaki Shirakawa", Governor of the Bank of Japan, at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming.
388. Silvers, D., and Slavkin, H. (2009), "The Legacy of Deregulation and the Financial Crisis-Linkages Between Deregulation in Labor Markets, Housing Finance Markets, and the Broader Financial Markets", *Journal of Business & Technology Law*, VOL. 4 NO. 2, pp. 301-47.
389. Sims, C. A. (1994), "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy", *Economic Theory*, 4, pp. 381-399.
390. Slovik, P., and Cournède, B. (2011), "Macroeconomic Impact of Basel III" OECD Economics Department Working Papers No. 844.



391. Smagh, B. L. (2009), "Conventional and unconventional monetary policy" Member of the Executive Board of the European Central Bank, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva.
392. Snowdon, B., and Vane, H. (2005 b), "*An Encyclopedia of Macroeconomics*", Cheltenham (UK) and Northampton, MA (USA), Edward Elgar Publishing Ltd, pp.752.
393. Snowdon, B., and Vane, H. (2005), "*Modern macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*", Cheltenham (UK), Edward Elgar Publishing Ltd, pp.803.
394. Snowdon, B., Vane, H. and Wynarczyk, P. (1994), "*A modern guide to macroeconomics: An introduction to Competing Schools of Thought*", Cheltenham (UK), Edward Elgar Publishing Ltd, pp.460.
395. Stein L.J., and Lim, C.G. (March 2004), "Asian Crisis: Theory, Evidence, Warning – Signals", CESifo Working Paper No. 1159.
396. Stiglitz E, J. (1993), 'The role of the state in financial markets', *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, World Bank: Washington D.C.
397. Stiglitz, J. (1987), "The Causes and Consequences of the Dependency of Quality on Prices", *Journal of Economics Literature*, March.
398. Stock, J. H. and Watson, M. W., (2001), "Vector autoregressions", *Journal of Economic Perspectives*, 15(4), pp. 101-115.
399. Stone, M., Fujita, K., and Ishi, K. (2011), "Should Unconventional Balance Sheet Policies Be Added to the Central Bank Toolkit?", Forthcoming Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
400. Stromqvist, M. (2009), "Hedge funds and financial crises", *Economic Review 1/2009* available at: [http://www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/PoV\\_sve/eng/stromqvist2009\\_1\\_eng.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/PoV_sve/eng/stromqvist2009_1_eng.pdf)
401. Stulz, M. R. (2009), "Financial derivatives: Lessons From the Subprime Crisis" *The Milken Institute Review*.  
Доступно на: <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/faculty/stulz/publishedpapers/financial%20derivatives-Lessons%20from%20the%20subprime%20crisis.pdf>
402. Sturzenegger and Zettelmeyer, (2006) "Debt Defaults and a lessons from a Decade of Crisis", MIT Press, str. 385
403. Sappel, R. (2003), "Russia's Financial Markets Boom, Crisis and Recovery 1995-2001", The European Money and Finance Forum, SUERF Studies:2003/5, Vienna.
404. Swagel, P.(2009), "The Financial Crisis: An Inside View", Brookings Papers on Economic Activity, Conference Draft.
405. Swain, R. (2009), "Policy Responses to the global Financial Crisis, The University of Sydney", RBA Economics Competition.
406. Sweezy, A. (1972), "The Keynesians and Government Policy, 1933-1939", *American Economic Association, The American Economic Review*, Vol. 62, No. 1/2 (Mar. 1, 1972), pp. 116-124.
407. Tabellini, G. (July, 1987), "Monetary and Fiscal Policy Coordination with a High Public Debt", UCLA Working Paper, No.449.
408. Tagkalakis, A. (June, 2012), "The Effects Of Financial Crisis On Fiscal Positions", Bank of Greece, Working Paper 145.
409. Tanner, E and Ramos, A. (2002), "Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: Evidence from Brazil, 1991–2000", *IMF Working Paper* no 02/5. Published in *Applied Economics* 2003, 35, pp 859–73.
410. Taylor B, J. (2009), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper No. 14631.
411. Taylor B. J. (2009 b), *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions, Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis* (Stanford, CA: Hoover Institution Press).
412. Taylor, B.J. (2007), "Housing and Monetary Policy", NBER Working Paper 13682.
413. Taylor, J. B. (1979), "Staggered Wage Setting in a Macro Model", *American economic Review*, May.
414. Taylor, J. B. (2000), "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 14(3), pp. 21–36.
415. Tcherneva, R. P. (2011), "Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession", Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 649.
416. Temin, P. (January 2010), "THE GREAT RECESSION AND THE GREAT DEPRESSION" NBER Working Paper 15645 <http://www.nber.org/papers/w15645>

417. Tennant, D.(2010), Global Financial Crisis to Real Sector Contraction: Exploring Transmission Mechanisms in a Small Open Economy – Business Coping Strategies in Jamaica. *Global Development Studies*. 6(1-2): 235-290.
418. The Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound,” European Central Bank Working Paper Series, 1258. Frankfurt: European Central Bank, October, [www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf).
419. The US President’s Economic Recovery Advisory Board, (2010) The Report on Tax Reform Options: Simplification, Compliance, and Corporate Taxation
420. The Washington Post, *CQ Transcripts Wire* Tuesday, February 10, 2009; 11:44 AM, “Geithner Announces New Financial Stability Plan”,. Достапно на: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/02/10/AR2009021001227.html>
421. The White House and the Department of the Treasury (2012), The President’s Framework For Business Tax Reform, Joint Report by White House and the Department of the Treasury
422. The White House Office of the Press Secretary (2009), Fact Sheet: The Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009, <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/fact-sheet-worker-homeownership-and-business-assistance-act-2009>
423. Timothy, J. K. (2003), “What We Can Learn from the Current Crisis in Argentina”, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol.50, No.5, pp. 609-633.
424. Tirole, J., and Farhi, E. (2009), “Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts.” NBER Working Paper Series 15138.
425. Trichet, J.C.K. (2010), Keynote speech at the 9th Munich Economic Summit, April 29.
426. Turner, P. (2010), “Macprudential Policies and the Cycle”, in ‘The Financial Stability Board: An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance?’, S Griffith-Jones, E Helleiner and N Woods (eds), Special Report, The Centre for International Governance Innovation, p. 43-48.
427. Tymoigne, E.(2009). “Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I - The Evolution of Securitization”, Levy Economics Institute, Working Paper No. 573.1. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1458408>.
428. U.S. Council of Economic Advisers. (2009), “The Effects of Fiscal Stimulus: A Cross-Country Perspective.
429. Ugai, H.( 2006), “Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses,” Bank of Japan Working Paper Series, No.06-E-10.
430. Uhlig, H. (2005), “What Are the Effects of Monetary Policy on Output? Results from an Agnostic Identification Procedure”, *Journal of Monetary Economics* 52 (2): 381-419.
431. UN (2009), “The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies”, Report by the UNCTAD Secretariat Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation, United Nations Conference On Trade And Development
432. UNCTAD, (2000), “Asian crisis, distilling critical lessons”, Dilip K. Das, No. 152, UNCTAD /OSG/DP/152.
433. UNCTAD, (2009) Global economic crisis: implications for trade and development, Report by the UNCTAD secretariat TD/B/C.I/CRP.1.
434. United States government printing office, (2010), Economic Report of the President (together with the annual report of the council of economic advisers) Chapter 2, Washington, достапно на: <http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/microsites/economic-report-president-chapter-2r2.pdf>
435. United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs (2010), Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act , достапно на: [http://banking.senate.gov/public/files/070110\\_Dodd\\_Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_comprehensive\\_summary\\_Final.pdf](http://banking.senate.gov/public/files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf)
436. US Congress “American Recovery and Reinvestment Act of 2009”, 6 Јануари, 2009 год. сто и единаесети Конгрес на САД: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ5/pdf/PLAW-111publ5.pdf>
437. US Congress, (2008) “Emergency Economic Stabilization Act of 2008”, сто и десети Конгрес на САД, Јануари, 2008: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-110publ343/pdf/PLAW-110publ343.pdf>
438. US Congress, (2010) “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” сто и единаесети Конгрес на САД, 5 Јануари 2010: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

439. US Congress, "Housing and Economic Recovery Act of 2008", сто и десети Конгрес на САД, втора сесија: <http://www.govtrack.us/congress/bills/110/hr3221/text>
440. US Congress, Economic Stimulus Act of 2008, сто и десети Конгрес на САД: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-110hr5140enr/pdf/BILLS-110hr5140enr.pdf>
441. US Department of Treasury Press release (19,09,2008) "Treasury Announces Guaranty Program for Money Market Funds", Достапно на: <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1147.aspx>
442. US Department of Treasury, (2008) "Summary of Terms for the Temporary Guaranty Program for Money Market Funds", Достапно на: <http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Domestic-Finance/Documents/TermSheet.pdf> и <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/moneymarketextension.pdf>
443. Vagi, G., and Groenewegen, P. (2006), "A concise history of economic thought", Basingstoke: Palgrave Macmillan, pp.339.
444. Valdes, R. and Landerretche, O. (April 2001), "Lending Booms: Latin America and the World", NBER WP 8249.
445. Van Aarle, B., Garretsen, H., and Gobbin, N. (2003), "Monetary and fiscal policy transmission in the Euro-area: evidence from a structural VAR analysis", *Journal of Economics and Business*, 55, pp. 609-638.
446. Vestin, D. (2006), "Price-Level Versus Inflation Targeting," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53. No.7: 1361-1376.
447. von Hagen, J., Hughes H., Strauch, R., (2001). "Budgetary Consolidation in EMU", Economic Papers No. 148. March 2001. European Commission. Brussels
448. Vukadin, E. (1999), "Ekonomika politika – teorija i primena", Dosije, Beograd.
449. Wade R. (2000), "The Asian debt and Development crisis from 1997: causes and consequences", *World Development*, Vol.26, no. 1, pp.38-42.
450. Warwick, J., and Stoeckel, A. (2009), "The Potential Impact of the Global Financial Crisis on World Trade", World Bank, Policy Research Working Paper 5134.
451. White, J.L. (2010), Credit-Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is a Better Response, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Volume 25, Issue 4, 170.
452. White, N.E. (2006), "Bubbles and busts: the 1990s in the mirror of the 1920s", NBER Working Paper 12138
453. White, W. R. (2009), "Should Monetary Policy 'Lean or Clean'?" Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 34.
454. Woodford, M. (1995), "Price Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate", *arnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1-46.
455. Woodford, M. (1996), "Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability", NBER Working Paper No. 5684, National Bureau of Economic Reserach.
456. Woodford, M. (1999), "Revolution and Evolution in Twentieth Century Macroeconomics", *Conference - Frontiers of the mind in the Twenty-First Century Washington*, Princeton University.
457. Wright, J. H. (2012), "What Does Monetary Policy Do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound?" NBER Working Paper Series 17154. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, June, [www.nber.org/papers/w17154.pdf](http://www.nber.org/papers/w17154.pdf).
458. Wu, T. (2008), "On the Effectiveness of the Federal Reserve's New Liquidity Facilities," Federal Reserve Bank of Dallas, Mimeo.
459. Wyplosz, C. (1999), "Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions", Zentrum für Europäische Integrationsforschung (ZEI) Policy Paper B11.
460. Yelen, J. (1984), "Efficiency–Wage Models of Unemployment", *American economic Review*, May, Vol. 74.
461. Yellen L, J.(2011), "Unconventional Monetary Policy and Central Bank Communications", the University of Chicago Booth School of Business U.S. Monetary Policy Forum, New York, New York.
462. Yellen L. J, (2012), "Perspectives on Monetary Policy" Vice Chair at the Boston Economic Club Dinner, Boston, Massachusetts.
463. Yilmaz, A. (2009), "Policy Response To The Global Financialcrisis: Key Issues For Developing Countries", South Centre, Geneva. Достапно на: <http://www.southcentre.org>
464. Zoli, E. (2005), "How does fiscal policy affect monetary policy in emerging market countries?", BIS Working Papers 174, Monetary and Economic Department, April.

465. Влада на Р. Македонија, Април, 2009 “Трет пакет антикризни мерки”, достапно на <http://arhiva.vlada.mk/?q=node/2749>.
466. Влада на Р. Македонија, известување за јавноста од, 31 Јули 2008, Скопје “Владата донесе одлука за намалување на придонесите за пензиско и здравствено осигурување и за придонесот за вработување за 10%”, достапно на: <http://www.vicempremier.gov.mk/?q=node/248>
467. Влада на Р. Македонија, известување за јавноста, (архива )“Комитет за финансиска стабилност: Нема ризик за финансискиот сектор”: <http://arhiva.vlada.mk/?q=node/7044>, <http://vlada.mk/node/1139>
468. Влада на Р. Македонија, Март 2010 “Четврт пакет антикризни мерки на Владата на Република Македонија”, достапно на <http://arhiva.vlada.mk/?q=book/export/html/5118>.
469. Влада на Р. Македонија, Март, 2009 “Владата презентира Инвестициска програма за реализација на стратешки инфраструктурни проекти”, достапна на: <http://arhiva.vlada.mk/?q=book/export/html/2414>
470. Влада на Р. Македонија, соопштение за печат од Јуни 2012. “Владата донесе нов пакет на економски и социјални мерки”
471. Закон за задолжување на Р.Македонија кај ММФ со КЛП, Види Службен весник на РМ“ бр.17/2011
472. Закон за Народна Банка на република Македонија (“Службен весник на РМ“ бр.158/2010 и бр.123/12).  
Достапен на: [http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Zakon\\_NBRM\\_SV158\\_10\\_SV123\\_12.pdf](http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Zakon_NBRM_SV158_10_SV123_12.pdf)
473. Куртиши, Н. (2012), “Модел за процена на фискалната политика и нејзиното влијание врз економијата на Македонија”, Магистерски труд, Економски факултет – Скопје.
474. Министерство за финансии на Р. Македонија, (2009), Презентација за евро обврзница, достапно на: [http://www.finance.gov.mk/files/u4/Macedonia\\_RS\\_Presentation\\_17-19\\_Jun\\_2009.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u4/Macedonia_RS_Presentation_17-19_Jun_2009.pdf) .
475. Министерство за финансии на Р. Македонија, Проспект за еврообврзницата, , достапно на: [http://www.finance.gov.mk/files/u4/eurobond\\_prospectus.pdf](http://www.finance.gov.mk/files/u4/eurobond_prospectus.pdf).
476. Министерство за финансии на Р. Македонија,(2009), Проспект за евро обврзница, , достапно на: <http://www.finance.gov.mk/files/u4/prospectus.pdf>
477. НБРМ, Годишниот извештај на НБРМ за 2005 год., достапен на: <http://nbrm.mk/?ItemID=08F0F6C1E4502142ADF5036DE55E8E1F>
478. НБРМ, Годишен извештај на НБРМ за 2010 год., достапен на: [http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Godisen\\_izvestaj\\_2010.pdf](http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisen_izvestaj_2010.pdf)
479. НБРМ, Годишниот извештај на НБРМ за 2006 год., достапен на: <http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen-izvestaj-20061.pdf>
480. НБРМ, Годишниот извештај на НБРМ за 2007 год., достапен на: <http://nbrm.mk/WBStorage/Files/web+-NBRM-Godisen-izvestaj-2007.pdf>
481. НБРМ, Годишниот извештај на НБРМ за 2008 год., достапен на: [http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen\\_izvestaj\\_20085.pdf](http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_20085.pdf)
482. НБРМ, Годишниот извештај на НБРМ за 2009 год., достапен на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Godisenizvestaj2009kon0.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisenizvestaj2009kon0.pdf)
483. НБРМ, Годишниот извештај на НБРМ за 2011 год., достапен на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Godisen\\_izvestaj\\_2011.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Godisen_izvestaj_2011.pdf)
484. НБРМ, Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2011 година. Достапно на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Izvestajza\\_FSR2011.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Izvestajza_FSR2011.pdf)
485. НБРМ, Квартален извештај на НБРМ, Април, 2012 год. Достапен на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder\\_Kvartalen\\_izvestaj\\_april\\_2012\\_SP\\_WEB.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Kvartalen_izvestaj_april_2012_SP_WEB.pdf)
486. НБРМ, Квартален извештај на НБРМ, Јануари 2013. Достапен на: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Istrazuvanje\\_Kvartalen\\_izvestaj\\_Januari\\_2013.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Istrazuvanje_Kvartalen_izvestaj_Januari_2013.pdf)
487. Обраќање на вицепремиерот на Р. Македонија, Промовиран четвртиот пакет владини антикризни мерки, достапно на <http://www.finance.gov.mk/node/1435> и <http://www.vicempremier-ekonomija.gov.mk/?q=node/118>
488. Одлуката за задолжителна резерва „Службен весник на РМ“ бр. 153/2012
489. Одлуката за задолжителна резерва, „Службен весник на РМ“ бр. 126/2011
490. Одлуката за запис за шестмесечен депозит кај НБРМ, „Службен весник на РМ“ бр. 14/11.
491. Одлуката за управувањето со ликвидносниот ризик на банките („Службен весник на РМ“ , бр. 126/2011)

492. Петревски, Г. (2005), “Монетарна политика: Теорија и искуство на Македонија”, Скопје, Здружение за социо-економски развој, стр.361.
493. Петрески, Г. (2002), “Економски раст и развој: теориски, модели и меѓународни искуства”, Економски факултет-Скопје, VIII, 856 стр.
494. Славевски, Т. (1989), “Современите економски школи во САД”, Комунист-Скопје, стр.144.
495. Стојков, М.(2008), “Развој на економската мисла”, Економски факултет - Скопје, (3 издание), XX, стр. 607.
496. Трпески, Љ. (2003), “Пари и банкарство”, Скопје, Економски прес (2 дополнително и изменето издание), стр.731.
497. Трпески, П. (2005), “Новата Кејнзијанска економија” магистерски труд, Економски факултет-Скопје, стр.174.
498. Фити, Т. (1999), “Доминантните економски теории и карактерот на економските политики”, *Годишник на Економски факултет-Скопје*, т.34, стр.67-82.
499. Фити, Т. (2001), “Современи макроекономски концепции и економските политики”, Економски факултет - Скопје, стр.259 .
500. Фити, Т. (2006), “Економија – Основи на економијата”, Економски факултет - Скопје, стр.540.
501. Фити, Т.(2011), Кејнзијанска економска филозофија, МАНУ, Економски Факултет – Скопје.
502. Фити, Т., ур. (2008), “Нобеловци по економија 1969 - 2008”, Економски факултет - Скопје, стр. 412.
- ✓ US Recovery Accountability and Transparency Board “Breakdown of funding” на Recovery Accountability and Transparency Board види: <http://www.recovery.gov/About/board/Documents/FY2012%20AFR.pdf>
  - ✓ Детално за девирзификацијата/континуитетот и идните планови види: “The Recovery Act”, , Annual / Quarterly Reports, <http://www.recovery.gov/About/board/Pages/Reports.aspx>.
  - ✓ Спроведувањето на TARP програмите - TARP Programs, US Department of the Treasury, достапно на: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx>
  - ✓ Детално за спроведувањето/извештаите од American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA види: [http://www.recovery.gov/About/Pages/The\\_Act.aspx](http://www.recovery.gov/About/Pages/The_Act.aspx)
  - ✓ Поопширно за дисконтниот прозорец, дисконтните стапки, регулативата и ограничувањата кај ФЕД, види: <http://www.frbdiscountwindow.org/historicalrates.cfm?hdrID=20&dtlID>
  - ✓ Поопширно за инструментот задолжителна резерва кај ФЕД - <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm>
  - ✓ Детално за износите на задолжителна резерва и траши кај ФЕД
  - ✓ <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>
  - ✓ Поопширно за инструментите на ФЕД - <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/expiredtools.htm>
  - ✓ Поопширно за купувањето на долгорочни хартии од вредност и подршката на определени финасиски институции од ФЕД види: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm)
  - ✓ Федералната агенција за осигурување на депозити (FDIC): <http://www.fdic.gov/regulations/reform/>
  - ✓ ECB: Guiding Principles for Bank Support Schemes: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemesen.pdf> ;
  - ✓ Детално за спроведените операции на ECB на пазарите на хартии од вредност види: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios>
  - ✓ Пресметување и историски податоци за MAKEDONIA на: <http://www.nbrm.mk/?pmenu=mkdonia>
  - ✓ Квартални извештаи за 2012 год. на Министерството за финансии на Р. Македонија, достапни на: <http://finance.gov.mk/node/692>
  - ✓ Постапеноста, спроведувањето и инструментите на монетарната политика на НБРМ види: <http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=500DCED149E8DB4EBD31E7F12F456FA5>
  - ✓ OECD - <http://stats.oecd.org/>
  - ✓ IMF Data and Statistic <http://www.imf.org/external/data.htm#data>
  - ✓ BIS statistic <http://www.bis.org/statistics/index.htm>
  - ✓ World Bank <http://data.worldbank.org/topic/economic-policy-and-external-debt>
  - ✓ G 20 official materials. Достапно на: <http://www.g20.org/documents/>

- ✓ G20 Information Centre: <http://www.g20.utoronto.ca/>
- ✓ Official G-20 website : <http://www.g20.org/>
- ✓ Financial Stability Board: <http://www.financialstabilityboard.org/>
- ✓ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS): [www.bis.org/bcbs/index.htm](http://www.bis.org/bcbs/index.htm)
- ✓ Committee on the Global Financial System (CGFS): [www.bis.org/cgfs/index.htm](http://www.bis.org/cgfs/index.htm)
- ✓ International Accounting Standards Board (IASB): [www.iasb.org](http://www.iasb.org)
- ✓ International Organization of Securities Commissions (IOSCO): [www.iosco.org](http://www.iosco.org).
- ✓ <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro>
- ✓ <http://www.oecd.org/countries/formeryugoslavrepublicofmacedoniafyrom/assessmentreportsformeryugoslavrepublicofmacedonia.htm>
- ✓ <http://www.internationaleconomics.net/crisis.html#country>
- ✓ <http://www.world-crisis.net/index.html>
- ✓ [http://www.migrationinformation.org/datahub/remittances\\_glossary.cfm](http://www.migrationinformation.org/datahub/remittances_glossary.cfm)
- ✓ [http://www.economicsofcrisis.com/economics\\_of\\_crisis/depression.html](http://www.economicsofcrisis.com/economics_of_crisis/depression.html)
- ✓ <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>
- ✓ <http://www.frbdiscountwindow.org/historicalrates.cfm?hdrID=20&dtlID>
- ✓ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>
- ✓ [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_17520090704en00180019.pdf?c5438029d49a774926bd76f224c852](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704en00180019.pdf?c5438029d49a774926bd76f224c852)

65



**АНЕКС**

**Табела бр. 3.2 Централни банки на развиените економии (Г – 20) – мерки за справување со глобалната криза (крај на декември 2009 год.)**

	Референтна стапка			Број на мерки/политики (последни/максимум)						Ефекти на билансите (последни/максимум, % од БДП)			
	Последен врв (послед. дата)	Последно најниско ниво (послед. дата)	Последна промена на референтната стапка (дата)	Мерки за зголемување на ликвидноста	Купување на приватни харт. од вредност	Купување на државни обврзници	FX ликвидносна поддршка (FX liquidity easing)	FX своп аранжмани	Обез. итна ликвидносна поддршка	Банкарски резерви	Купување на приватни харт. од вредност	Купување на државни хартии од вредност	FX ликвидносна поддршка (FX liquidity easing)
(развиени економии)													
Австралија	7.25 (sep 2.08)	3.00 (Oct 6.09)	3.75 (Dec 2.09)	0/2	-	-	1/1	1/1	-	0.1/0.7	-	-	0.0/3.5
Канада 3/	4.5 (Dec 3.07)	0.25 (Dec,09)	0.25 (Apr 21.09)	4/6	-	-	-	1/1	-	0.9/1.8	-	-	-
Евروزона 4/	4.25 (Oct 7.08)	1.00 (Dec,09)	1.00 (May7.09)	6/7	1/1	-	3/5	3/3	-	1.9/3.4	0.3/0.3	-	0.1/4.3
Јапонија	0.50 (Oct 30.08)	0.10 (Dec,09)	0.10 (Dec 19.08)	8/9	0/2	-	1/1	2/2	-	2.7/2.7	0.0/0.3	-	0.0/2.4
Јужна Кореа	5.25 (Oct 8.2008)	2.00 (Dec,09)	2.00 (Jan 9.09)	1/3	1/1	-	3/3	3/3	-	0.2/1.2	-	-	0.0/2.3
Обединето Кралство	5.75 (Dec5.07)	0.50(Dec, 09))	0.50 (Mar5.09)	5/5	2/2	1/1	1/1	1/1	0/3	9.0/10.2	0.1/0.2	13.3/13.3	0.0/5.1
САД	5.25 (Sep 17.07)	0.0-0.25 (Dec,09)	0.0-0.25 (Dec16.08)	8/9	3/4	2/3	-	1/1	2/2	7.1/8.1	0.4/2.5	9.2/9.2	-

Извор : IMF(2010): веб сајтови на централни банки, IFS, Bloomberg, Haver Analytics

**Табела бр. 3.3 Фискални трошоци во одбрани кризи од минатото**

	Вкупни фискални трошоци (% од БДП)	Нето фискални трошоци* (% од БДП)	Реални (аутпут) загуби (% од БДП)
Аргентина, 1980	55.1	55.1	10.8
Чиле, 1981	42.9	16.8	92.4
Индонезија, 1997	56.8	52.3	67.9
Јапонија, 1997	24	13.9	17.6



Кореа, 1997	31.2	23.2	50.1
Шведска, 1991	3.6	3.4	30.6
Русија, 1998	6.0	6.0	0.0
САД, 1988	3.7	-	4.1
Просек- 42 епизоди	13.3	-	20

\* Дефинирано како Вкупни фискални трошоци намалени за приносите од опоравувањето.

Извор: Laeven and Valencia (2008).

**Табела бр.3.4 : Вкупните фискални трошоци од првите спасувачки пакети**

	Капитални инекции	Гаранции	Вкупно најавени мерки	Вкупно (% од БДП)
САД		USD 250 bn	USD 700 bn	5.1
Германија	€ 70 bn	€ 400 bn	€ 480 bn	19.8
Франција	€ 40 bn	€ 320 bn	€ 360 bn	19.0
Италија			€ 40 bn	2.6
В. Британија	£ 50 bn	£ 250 bn	£ 400 bn	28.6
Канада			CAD 75 bn	4.8
Австрија	€ 15 bn	€ 85 bn	€ 100 bn	36.9
Данска			Kr 35 bn	2.1
Грција	€ 5 bn	€ 15 bn	€ 28 bn	11
Ирска		€ 450 bn	€ 450 bn	235.7
Унгарија	USD 3 bn			
Кореа		USD 100 bn	USD 100 bn	
Холандија		€ 200 bn	€ 200 bn	
Португалија		€ 20 bn	€ 20 bn	6.1
Sweden	SEK 15 bn	SEK 1500 bn	SEK 1515 bn	50.5
Switzerland			SFR 60 bn	
Spain	Initially € 30 bn, rising to 50	€ 100 bn	€ 150 bn	14.3

1. Оваа сума во некои случаи е збир од мерките за кои е достапна проценка на трошоците до Декември 2008 год.

Извор: Davide Furceri and Annabelle Mourougane, 2009

Табела бр. 3.5 – Големина и тајминг на фискалните пакети

	2008-2010 нето ефект на фискалниот биланс			Дистрибуција во периодот 2008-2010		
	Јавни расходи	Даночни приходи	Вкупно	2008	2009	2010
	% 2008 GDP			% од вкупниот нето ефект		
Австралија	-3.3	-1.3	-4.6	15	54	31
Австрија	-0.3	-0.8	-1.1	0	84	16
Белгија	-0.6	-1.0	-1.6	0	60	40
Канада	-1.7	-2.4	-4.1	12	41	47
Чешка	-0.5	-2.5	-3.0	0	66	34
Данска	-1.9	-0.7	-2.5	0	33	67
Финска	-0.5	-2.7	-3.1	0	47	53
Франција	-0.4	-0.2	-0.6	0	75	25
Германија	-1.4	-1.6	-3.0	0	46	54
Грција	..	..	..	..	..	..
Унгарија	4.4	0.0	4.4	0	58	42
Исланд	..	..	9.4	0	33	67
Ирска	0.9	3.5	4.4	15	44	41
Италија	-0.3	0.3	0.0	0	15	85
Јапонија	-1.5	-0.5	-2.0	4	73	24
Кореа	-1.7	-3.2	-4.9	23	49	28
Луксембург	-1.9	-1.7	-3.6	0	76	24
Мексико	-2.1	0.8	-1.3	0	100	..
Холандија	-0.1	-1.4	-1.5	0	51	49
Нов Зеланд	0.0	-4.3	-4.3	5	46	49
Норвешка	-0.7	-0.1	-0.8	0	100	...
Полска	-0.6	-0.4	-1.0	0	77	23
Португалија	..	-0.6	-0.8	0	100	0
Словачка	-0.5	..	-1.1	0	42	58
Шпанија	-1.9	-1.6	-3.5	31	46	23
Шведска	-0.9	-1.8	-2.8	0	52	48
Швејцарија	-0.3	-0.2	-0.5	0	68	32
Турција	..	..	..	..	..	..
Обединето Кралство	0.0	-1.5	-1.4	15	93	-8
САД	-2.4	-3.2	-5.6	21	37	42
Г - 7	-1.6	-2.0	-3.6	17	43	40
OECD просек						
Сите (непондирани)	-0.7	-1.2	-2.0	10	53	37
Сите(пондирани)	-1.5	-1.9	-3.4	17	45	39
Само позитивни стимули (непондирани)	-1.1	-1.6	-2.7	9	53	38
Само позитивни стимули (пондирани)	-1.7	-2.0	-3.7	17	45	39

Извор: OECD Economic Outlook, Interim Report March 2009

**Табела 3.5а – Фискалните стимули и јавните расходи**

Земја		Фискалниот стимул во услови на криза/БДП		Нето трошоци за подршката на финансискиот сектор/БДП	Јавни расходи/БДП			
					Вкупно		Трансфери	
		2009	2010	2009	2000-2007	2008-09	2000-2007	2008-09
Индустриски земји	Австралија	2.8	1.8	-0.1	34,3	35.9	3.1	3.1
	Канада	1.8	1.7	4.4	40.1	42.0	7.6	7.9
	Франција	1.0	.5	0.3	52.6	54.7	23.9	25.0
	Германија	1.5	2.1	4.8	46.5	46.5	18.8	18.1
	Јапонија	2.8	2.2	0.1	35.6	38.3	15.3	18.0
	Норвешка	1.2			42.8	43.4	13.7	12.8
	Шведска	1.4			52.5	53.0	17.7	17.1
	Швајцарија	.6			35.8	36.2	10.4	9.9
	Обединето Кралство	1.6	.2	5.4	39.1	45.8	11.2	11.5
	САД	1.8	2.9	3.6	34.4	40.9	8.7	10.6
Европска Зона	Австрија	1.5	.3		51.1	51.0	24.1	24.9
	Белгија	1.0			49.7	52.6	18.6	20.8
	Данска	1.9	3.1		53.6	54.6	2.8	1.8
	Финска	3.3			44.1	48.3	12.5	14.5
	Грција				44.7	50.2	15.9	20.4
	Ирска				32.9	44.4	6.6	9.4
	Италија	.0	.1	0.3	47.8	50.6	19.4	21.5
	Холандија	1.4			45.6	48.6	14.9	16.6
	Португалија	1.3			45.4	48.2	12.6	15.5
	Шпанија	3.7			38.7	44.4	10.4	12.1
Земји во развој	Аргентина	1.5	.0		27.2	34.9	5.5	6.9
	Бразил	.7	.6		38.9	38.5	6.4	7.0
	Кина	3.1	2.7		18.5	22.3		
	Чешка	1.6			44.5	44.3	12.4	13.4
	Индија	.6	.4		27.3	29.7		
	Индонезија	1.1	.6		19.5	18.6		
	Мексико	1.5	1.0		22.5	25.5		
	Русија	4.5	2.8		33.3	37.9	8.9	10.6
	Јужна Кореја	3.6	1.1	0.1	20.0	23.1		
	Тајланд				20.6	22.7		

Извор: IMF Fiscal Monitor (2010, May), WEO (2010, April)

Табела бр.3.6 Композиција/структура на фискалните пакети (вкупно 2008-2010, % 2008 БДП)

Нето ефект	Даночни мерки						Мерки на јавни расходи					
	Вкупно	Индивидуалци	Бизниси	Потрошувачка	Социјални придонеси	Вкупно	Финална потрошувачка	Инвестиции	Трансфери до домаќинс.	Трансфери за бизнисите	Трансфери за суб-национал.	
Австралија	-4.6	-1.3	-1.1	-0.2	0.0	0.0	3.3	0.0	2.6	0.8	0.0	0.0
Австрија	-1.1	-0.8	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Белгија	-1.6	-0.3	-0.3	-0.6	-0.1	0.0	0.6	0.0	0.1	0.5	0.0	0.0
Канада	-4.1	-0.8	-0.8	-0.3	-1.1	-0.1	1.7	0.1	1.3	0.3	0.1	..
Чешка	-3.0	0.0	0.0	-0.4	-0.1	-2.0	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.4	0.0
Данска	-2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	0.9	0.8	0.1	0.0	0.0
Финска	-3.1	-1.9	-1.9	0.0	-0.3	-0.4	0.5	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
Франција	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.4	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
Германија	-3.0	-0.6	-0.6	-0.3	0.0	-0.7	1.4	0.0	0.8	0.2	0.3	0.0
Грција	..	..	..	..	..	..	..	0.0	0.1	0.4	0.1	0.0
Унгарија	4.4	-0.1	-0.1	-1.5	1.6	0.0	-4.4	..	0.0	..	..	0.0
Исланд	9.4	1.0	1.0	..	..	..	..	-1.8	-1.7	-1.7	..	..
Ирска	4.4	2.0	2.0	-0.2	0.5	1.2	-0.9	-0.7	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Италија	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.1	0.0
Јапонија	-2.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	1.5	-0.2	0.3	0.5	0.4	0.3
Кореа	-4.9	-1.4	-1.4	-1.2	-0.2	0.0	1.7	0.0	0.9	0.1	0.5	0.2
Луксембург	-3.6	-1.2	-1.2	-0.5	0.0	0.0	1.9	0.0	0.7	1.0	0.2	0.0
Мексико	-1.3	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	2.0	0.0	1.1	0.3	0.4	0.0
Холандија	-1.5	-0.2	-0.2	-0.4	0.0	-0.8	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Нов Зеланд	-4.3	-4.3	-4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	-0.6	0.0	0.0
Норвешка	-0.8	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.7	0.0	0.3	0.0	0.0	0.3
Полска	-1.0	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.6	0.0	1.3	0.1	0.0	0.0
Португалија	-0.8	..	..	..	..	..	..	0.0	0.4	0.0	0.4	0.0
Словачка	-1.1	-0.6	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0
Шпанија	-3.5	-1.6	-1.6	0.0	0.0	0.0	1.9	0.3	0.7	0.2	0.7	0.0
Шведска	-2.8	-1.5	-1.5	-0.2	0.0	-0.2	0.9	0.7	0.3	0.1	0.0	0.0
Швајцарија	-0.5	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Турција	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Обединето Кралство	-1.4	-1.6	-0.6	-0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
САД	-5.6	-3.2	-2.4	-0.8	0.0	0.0	2.4	0.7	0.3	0.5	0.0	0.9

Извор: OECD

Табела бр. 3.7 Користење на макропруденциони политики – искуства на глобално ниво

	Горна граница на коефициентите на кредити во однос на вредност (loan-to-value)	Горна граница на коефициентите долг/кредит во однос на доход (debt/income ratios)	Горна граница на позимјувањето во странска валута	платонирани на кредитите или кредитниот раст	Лимити на нето отворените валутни позиции/валутни несогласања	Лимити на роната трансформирајќи/несофлагање	Задолжителна резерва	Контракциски стандарди за капитал	во зависност од времето/динамични резервации (time-varying/buynais provisioning)	рестрикции на дистрибуцијата на профитот
<b>ЗАПАДНА ХЕМИСФЕРА</b>										
Аргентина										
Бразил										
Канада										
Чиле										
Колумбија										
Мексико										
Перу										
САД										
Уругвај										
<b>АЗИЈА И ПАЦИФИКОТ</b>										
Австралија										
Кина										
Хонг Конг										
Индија										
Индонезија										
Јапонија										
Кореа										
Малезија										
Монголија										
Нов Зеланд										
Филипини										
Сингапур										
Тајланд										
<b>ЕВРОПА</b>										
Австрија										
Белгија										
Бугарија										
Чешка										
Хрватска										
Финска										
Франција										
Германија										
Унгарија										
Исланд										
Италија										
Холандија										
Норвешка										
Полска										
Португалија										
Романија										
Русија										
Србија										
Словачка										
Шпанија										
Шведска										
Швајцарија										
Турција										
ЈВ. Британија										
<b>АФРИКА</b>										
Нигерија										
Јужна Африка										
<b>СРЕДНА И ЦЕНТРАЛНА АЗИЈА</b>										
Либан										
% од примерокот	41%	27%	18%	14%	39%	27%	39%	22%	29%	14%

Забелешка: 0 - значи дека нема употреба на инструмент, 1 означува дека се употребува само еден инструмент. За секој од следниве атрибути - повеќекратен, таргетиран, варира во согласност со времето, дискреционен и употребен во координација со други политики - вредноста од 1 е додадена



Извор: IMF Financial Stability and Macropudential Survey, 2010

**Табела 3.9 Развиени економии: Јавниот долг и примарниот биланс (% од БДП)**

	WEO Проекции,2010			Стратегија за фискално приспособување со цел да се постигне таргетот за долгот во 2030	
	Вкупен долг	Примарен биланс	Структурен примарен биланс	Структурен примарен биланс во 2020-30	Потребно приспособување помеѓу 2010 и 2020
Австралија	20.6	-4.9	-4.7	0.2	4.9
Австрија	72.9	-3.1	-2.7	3.0	5.7
Белгија	100.9	-1.7	-1.1	4.7	5.8
Канада	84.8	-4.0	-1.6	2.4	4.0
Кипар	62.3	-6.0	-4.6	3.9	8.5
Чешка	37.9	-3.4	-2.0	0.4	2.4
Данска	46.0	-3.4	0.6	0.5	-0.1
Финска	48.1	-2.7	-0.2	0.5	0.7
Франција	84.9	-6.0	-2.1	3.9	6.0
Германија	77.3	-3.4	-1.7	2.7	4.4
Грција	129.5	-6.4	-6.5	9.0	15.5
Хонг-Конг	0.6	-2.7	-2.0	0.0	2.0
Исланд	131.2	-3.8	0.1	3.9	3.8
Ирска	74.5	-10.5	-8.7	4.8	13.5
Израел	83.3	-1.5	3.4	1.0	-2.4
Италија	117.6	-0.7	0.5	5.3	4.9
Јапонија	228.6	-8.7	-6.7	6.7	13.4
Кореа	34.7	1.7	2.0	0.3	-1.7
Луксембург	20.0	-4.1	-3.8	0.2	4.0
Малта	71.3	-1.5	-0.7	1.7	2.4
Холандија	63.9	-4.0	-3.3	2.0	5.3
Нов Зеланд	31.3	-3.0	-1.2	0.3	1.5
Норвешка	67.4	4.4	4.4	6.7	2.2
Португалија	83.3	-5.2	-3.7	3.9	7.5
Сингапур	91.4	1.9	2.3	2.2	-0.2
Словачка	38.1	-3.1	-2.2	0.4	2.6
Словенија	35.6	-5.0	-3.4	0.4	3.8
Шпанија	63.7	-8.5	-6.1	3.3	9.4
Шведска	44.7	-4.5	-1.5	0.5	1.9
Швајцарија	43.6	-0.3	0.0	0.4	0.4
Велика Британија	79.6	-9.6	-6.2	4.1	10.4
Америка	91.8	-8.0	-6.4	4.2	10.6
Average	98.3	-6.2	-4.4	3.9	8.2
G-20	105.1	-6.6	-4.7	4.1	8.8
Higher debt	106.4	-6.7	-4.8	4.3	9.1
Lower debt	32.2	-1.9	-0.7	0.3	1.1

Извор: IMF, World Economic Outlook, January 2010 and IMF staff estimates

**Табела 3.10 – Потребно приспособување на структурниот примарен биланс: сензитивност на варијациите во каматните стапки и стапките на раст (r-g) и таргетите за долгот(во % од БДП)**

Потребно приспособување на структурниот примарен биланс помеѓу 2010 и 2020			
2030 таргет за долгот	r-g		
	0	1	2
60 % од БДП			
Сите развиени економии	7.2	8.2	9.3
G-20 развиени економии	7.7	8.8	9.9
Висок долг	8.0	9.1	10.2
Низок долг	0.7	1.1	1.4
80 % од БДП			
Сите развиени економии	6.1	7.2	8.3
G-20 развиени економии	6.6	7.8	8.9
Висок долг	6.8	7.9	9.1
Низок долг	0.7	1.1	1.4
Пред-кризно ниво			
Сите развиени економии	7.1	8.1	9.2
G-20 развиени економии	7.5	8.6	9.7
Висок долг	7.8	8.9	10.0
Низок долг	1.4	1.7	2.1
Пост-кризно ниво			
Сите развиени економии	4.4	5.3	6.1
G-20 развиени економии	4.7	5.6	6.6
Висок долг	4.8	5.8	6.7
Низок долг	0.7	1.1	1.4

Извор: IMF, World Economic Outlook, January 2010 and IMF staff estimates

**Табела бр. 4.4 - Вкупниот фискален стимул и неговите компоненти во земјите од Евро-зоната.**

Фискална варијабла	Фискален импулс(Δ буџетски дефицит:р.р од БДП <sup>1</sup> )			Автоматски стабилизатори (Δциклична компонента: р.р of БДП)			Фискална позиција и промена во приоритетните (Δциклично приспособен биланс:р.р од БДП )			Фискални пакети (нивоа:% од БДП)	
	(a)=(b)+(c)			(b)			(c)			(d)	
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2009	2010
Белгија	1.0	4.7	-0.1	0.4	2.2	0.2	0.6	2.5	-0.3	0.4	0.4
Германија	0.2	3.4	1.6	-0.2	3.0	-0.1	0.3	0.4	1.7	1.4	1.9
Ирска	7.4	5.3	2.2	2.0	2.9	0.2	5.4	2.5	1.9	0.5	0.5
Грција	4.1	4.9	-0.4	0.3	1.3	0.8	3.8	3.6	-1.3	0.0	0.0
Шпанија	6.0	7.2	-1.1	0.3	1.6	0.3	5.7	5.6	-1.5	2.3	0.6
Франција	0.7	4.9	0.0	0.5	1.7	0.0	0.1	3.2	0.0	1.0	0.1
Италија	1.2	2.5	0.0	0.8	2.5	-0.2	0.5	0.1	0.2	0.0	0.0
Кипар	2.5	4.4	2.2	-0.4	1.2	0.4	2.8	3.2	1.8	0.1	0.0
Луксембург	1.2	4.7	2.1	1.8	2.8	0.3	-0.5	1.9	1.7	1.2	1.4
Малта	2.5	-0.1	-0.1	-0.3	1.1	0.0	2.8	-1.2	-0.1	1.6	1.6
Холандија	-0.5	5.4	1.5	-0.2	3.2	0.2	-0.4	2.2	1.2	0.9	1.0
Австрија	-0.1	3.9	1.1	-0.2	2.4	0.2	0.1	1.5	1.0	1.8	1.8
Португалија	0.1	5.3	0.1	0.3	1.3	0.0	-0.2	4.0	0.1	0.9	0.1
Словенија	1.8	4.5	0.7	-0.1	4.2	0.0	1.9	0.3	0.7	0.6	0.5
Словачка	0.4	4.0	-0.2	-0.5	2.9	0.4	0.9	1.0	-0.6	0.1	0.0
Финска	0.8	7.3	1.7	0.6	4.1	-0.1	0.2	3.2	1.8	1.7	1.7
Евро зона	1.4	4.4	0.5	0.3	2.4	0.0	1.1	2.1	0.4	1.1	0.8

Извор: European Commission, ECB calculations, 2010

<sup>1</sup> Позитивен знак значи експанзивна фискална политика и нарушување на фискалната рамнотежа



**Табела бр. 4.3 - Преглед на дискреционите фискални стимули во земјите членки на ЕУ**

Фискална политика													
	Промена во фискалниот биланс (агрегатно за 2008-10) <sup>2</sup>	Дискрециони стимули во 2009					Мерки на консолидација во 2009	Discretionary Stimulus in 2010					Мерки на консолидација во 2010
		Целосно (брuto износи)	Од кои					Целосно (брuto износи)	Of which				
			Мерки за домаќинствата	Зголемувањето на пазарите на труд	Мерки за бизнисите	Зголемувањето на инвестициите			Мерки за домаќинствата	Зголемувањето на пазарите на труд	Мерки за бизнисите	Зголемувањето на инвестициите	
р-р промени	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП	% од БДП
BE	-4.6	1.1	0.5	0.2	0.2	0.2	0.0	1.1	0.3	0.5	0.1	0.1	-0.9
DE	-5.0	1.7	0.5	0.4	0.5	0.4	0.0	2.4	1.1	0.4	0.4	0.4	0.0
IE	-7.5	0.7	0.4	0.1	0.2	0.0	-5.4	1.0	0.6	0.2	0.2	0.0	-10.2
EL	-4.6	0.6	0.5	0.1	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.8
ES	-6.0	2.4	0.5	0.1	0.8	0.9	-0.3	0.8	0.2	0.0	0.1	0.5	-0.9
FR	-4.9	1.6	0.3	0.1	0.9	0.3	0.0	1.4	0.3	0.0	1.0	0.1	-0.1
IT	-2.6	0.8	0.2	0.1	0.3	0.2	-0.9	0.8	0.1	0.2	0.3	0.1	-0.8
CY	-6.6	2.3	0.9	0.1	0.3	1.4	0.0	1.9	0.7	0.1	0.6	1.1	0.0
LU	-6.7	3.4	1.6	0.3	0.3	1.1	0.0	2.2	1.4	0.0	0.5	0.3	0.0
MT	0.3	0.7	0.2	0.0	0.2	0.2	-1.7	1.1	0.6	0.0	0.2	0.3	-2.2
NL	-6.8	0.9	0.2	0.1	0.3	0.2	-0.2	1.0	0.2	0.1	0.3	0.4	-0.1
AT	-5.0	1.5	1.1	0.3	0.0	0.1	0.0	1.8	1.3	0.3	0.1	0.0	0.0
PT	-5.3	1.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.0	0.6	0.2	0.3	0.1	0.0	0.0
SL	-5.2	1.5	0.1	0.1	0.8	0.4	-1.0	1.8	0.1	0.3	1.0	0.4	-1.7
SK	-3.7	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	-0.5	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	-1.1
FI	-8.7	1.8	1.0	0.0	0.2	0.3	0.0	2.9	1.7	0.1	0.5	0.4	-0.4
EA16	-4.9	1.5	0.4	0.2	0.5	0.4	-0.3	1.5	0.5	0.2	0.4	0.3	-0.6

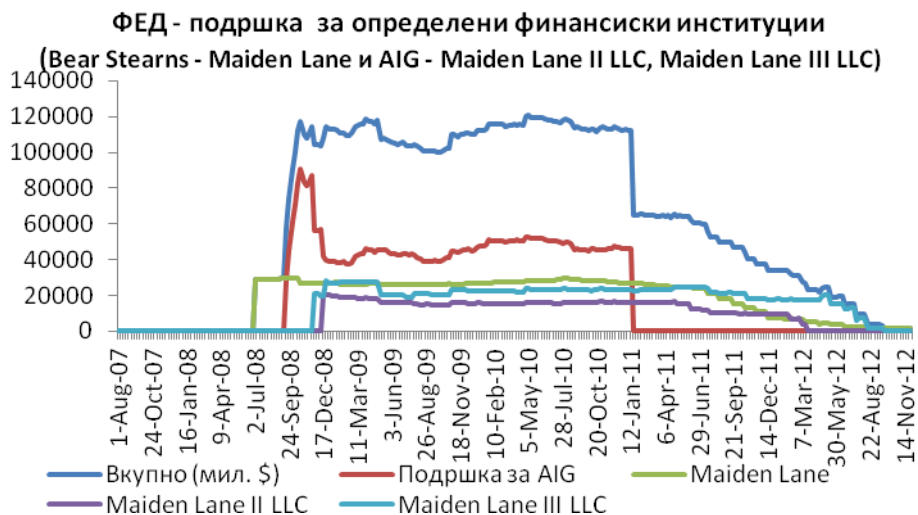
Извор: European commission database on recovery measures, Jonas Fischer and Isabelle Justo, 2010

**Табела бр.4.5 Кумулирани мерки/операции за стабилизација на финансискиот сектор и нивното влијание на јавниот долг**

(2008-2009; % од 2009 БДП)								
	Мерки кои влијаеле на јавниот долг(2008-2009)						Вкупен ефект на јавниот долг 2008-2009	o/w ефекти во 2008
	Капитални инјекции	Купување на средства/хартии од вредност	Превземени или отпишани долгови	Други мерки	Аквизиција на акции			
Заеми	Аквизиција на акции				Заеми			
Белгија	4.2	2.1	0.0	0.0	0.1	6.4	6.4	
Германија	1.8	0.0	1.7	0.0	0.0	3.5	2.2	
Ирска	6.7	0.0	0.0	0.0	0.0	6.7	0.0	
Грција	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	0.0	
Шпанија	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0	1.8	0.9	
Франција	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.6	
Италија	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	
Кипар	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Луксембург	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6	6.4	
Малта	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Холандија	6.3	1.3	3.5	0.0	0.2	11.3	13.7	
Австрија	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	0.3	
Португалија	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Словенија	0.0	0.0	0.4	0.0	3.6	4.1	0.0	
Словачка	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Финска	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Euro area	1.4	0.2	0.9	0.0	0.0	2.5	2.0	

Извор: European System of Central Bankas (национални извори за осигурувањето на депозити), ECB, April, 2010

**Графикон бр. 4.7**



Извор: FED data - Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1):  
[http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

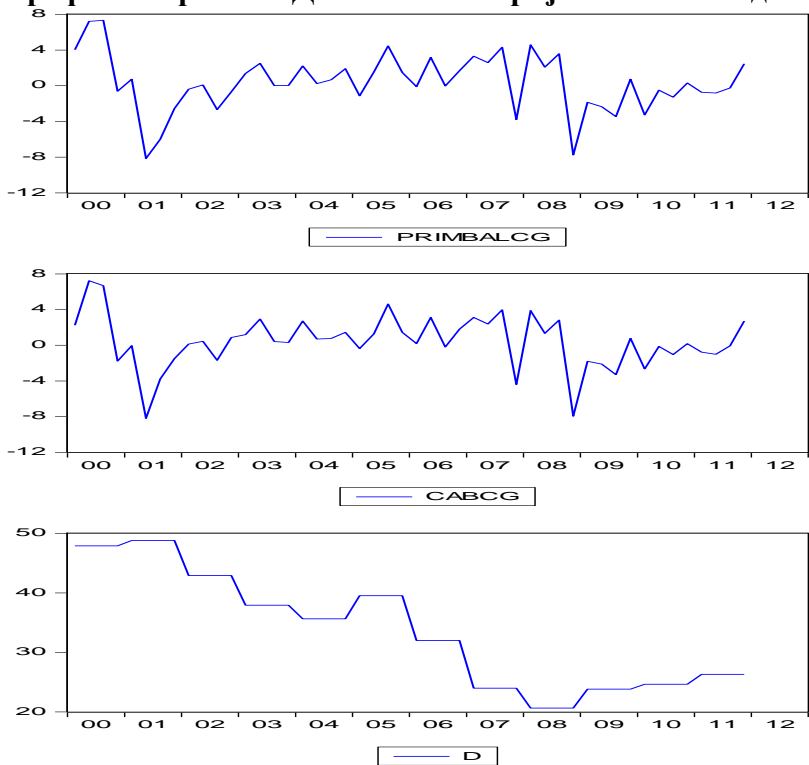
Табела бр. 5.2

Група на земји	Индикатори/ Година	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Развиени економии	БДП (%, константни цени)	4.1	1.5	1.7	2.0	3.1	2.6	3.0	2.8	0.1	-3.5	3.0	1.6	1.3	
	Инфлација (кај на период, %)	2.4	1.4	2.1	1.6	2.4	2.4	1.9	3.0	1.7	1.0	1.9	2.5	1.7	
	Извоз на стоки и услуги (промена во %)	11.8	-0.3	2.9	3.6	9.4	6.3	8.7	6.7	2.2	-11.3	12.0	5.3	2.2	
	Невработеност (% од вкупно)	6.0	6.0	6.5	6.7	6.5	6.3	5.8	5.5	5.8	8.0	8.3	7.9	8.0	
	Јавни расходи (% од БДП)	n/a	38.3	39.0	39.7	39.2	39.2	38.9	39.0	40.9	45.0	43.8	42.9	42.4	
	Буџетски дефицит (%од БДП)	n/a	-1.5	-3.5	-4.0	-3.4	-2.5	-1.4	-1.1	-3.5	-8.9	-7.8	-6.5	-5.9	
	Вкупен јавен долг (% од БДП)	72.5	72.4	73.5	75.5	79.6	79.3	76.6	74.0	81.0	94.5	100.6	104.7	109.9	
	Дефицит во тековната сметка (% од БДП)	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-1.1	-1.2	-0.8	-1.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.4	
	БДП (%, константни цени)	3.8	2.0	0.9	0.7	2.2	1.7	3.2	3.0	0.4	-4.4	2.0	1.4	-0.4	
Евро зона	Инфлација (кај на период, %)	2.6	2.1	2.3	2.0	2.4	2.3	1.9	3.1	1.6	0.9	2.2	2.7	2.1	
	Извоз на стоки и услуги (промена во %)	12.3	4.5	2.7	1.7	7.9	5.3	8.6	6.8	1.3	-12.7	10.9	6.2	2.2	
	Невработеност (% од вкупно)	8.7	8.2	8.5	9.0	9.3	9.2	8.5	7.6	7.7	9.6	10.1	10.2	11.2	
	Јавни расходи (% од БДП)	46.3	47.3	47.6	48.1	47.5	47.3	46.7	46.0	47.2	51.2	50.9	49.4	49.3	
	Буџетски дефицит (%од БДП)	-0.1	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	-3.3	
	Вкупен јавен долг (% од БДП)	69.3	68.2	68.0	69.2	69.6	70.2	68.6	66.4	70.2	80.0	85.4	88.0	93.6	
	Дефицит во тековната сметка (% од БДП)	-0.6	0.1	0.7	0.5	1.2	0.5	0.5	0.4	-0.7	0.1	0.4	0.4	1.1	
	Земји во развој и помалку развиени	БДП (%, константни цени)	5.9	3.8	4.7	6.3	7.5	7.3	8.2	8.7	6.1	2.7	7.4	6.2	5.3
		Инфлација (кај на период, %)	8.1	7.2	7.1	6.0	6.1	5.7	5.9	7.6	7.7	5.6	6.7	6.6	6.2

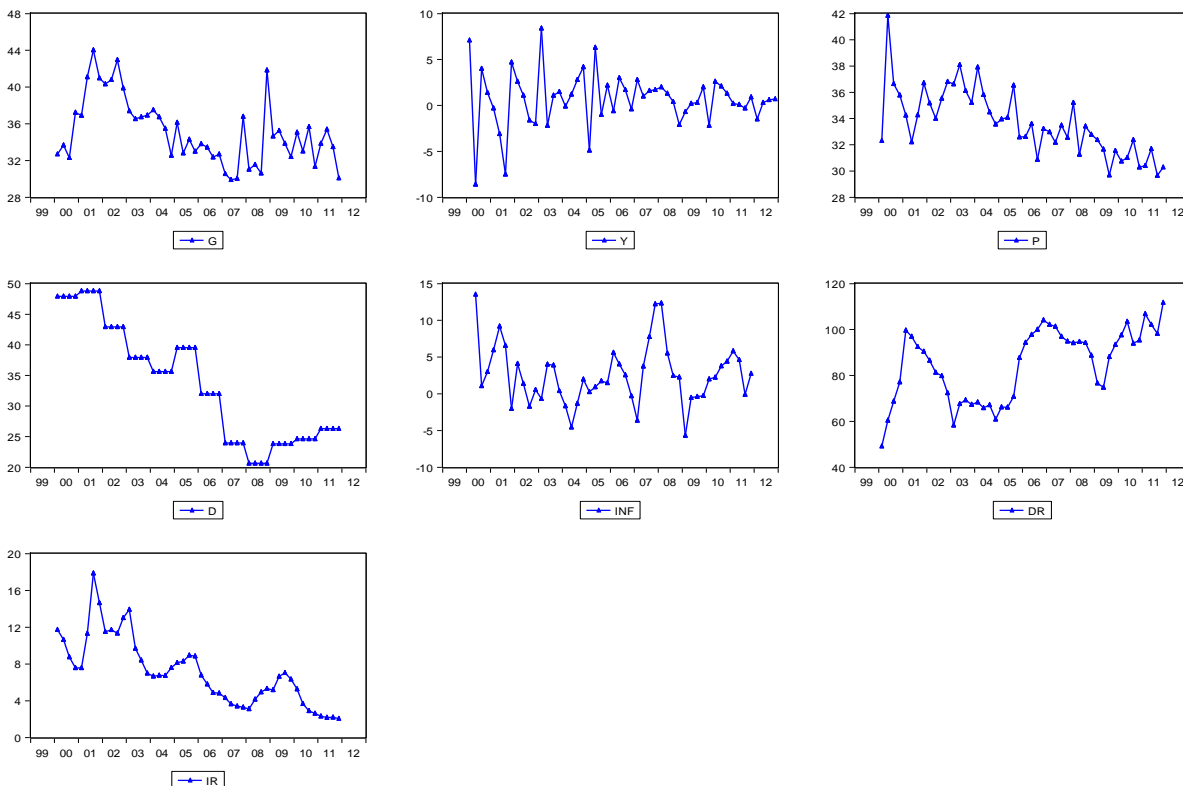
<b>земји</b>	<b>Извоз на стоки и услуги (промена во %)</b>	12.7	2.6	6.8	10.6	13.4	11.3	11.0	9.9	3.9	-7.6	13.7	6.5	4.0
	<b>Јавни расходи (% од БДП)</b>	25.3	26.6	27.9	27.6	26.8	26.9	27.1	27.4	28.7	30.4	29.7	29.5	29.7
	<b>Буџетски дефицит (% од БДП)</b>	-1.7	-2.7	-3.8	-2.8	-1.1	0.8	1.5	1.2	0.8	-4.1	-2.6	-1.2	-1.4
	<b>Вкупен јавен долг (% од БДП)</b>	48.6	49.0	51.7	49.7	46.5	41.2	36.5	34.7	32.6	35.7	39.5	36.3	34.4
	<b>Дефицит во тековната сметка (% од БДП)</b>	1.5	0.8	1.2	1.9	2.3	3.8	5.0	4.0	3.5	1.6	1.5	1.9	1.3
	<b>Вкупен надворешен долг (% од БДП)</b>	36.6	36.7	36.8	35.3	33.4	28.8	27.4	27.8	24.5	27.2	25.4	24.0	24.4
	<b>БДП (% константни цени)</b>	5.2	0.2	4.3	4.8	7.3	5.9	6.4	5.4	3.2	-3.6	4.6	5.3	2.0
<b>Централна и источна европа</b>	<b>Инфлација (кај на период, %)</b>	24.1	26.5	12.5	9.1	6.8	5.4	5.8	7.1	6.6	4.6	5.2	6.4	4.8
	<b>Извоз на стоки и услуги (промена во %)</b>	17.5	5.9	6.6	14.3	14.1	9.9	11.8	10.4	6.7	-8.8	10.5	7.9	2.8
	<b>Јавни расходи (% од БДП)</b>	n/a	n/a	42.8	41.9	38.9	37.8	38.2	38.1	39.0	41.5	40.5	39.0	38.9
	<b>Буџетски дефицит (% од БДП)</b>	n/a	n/a	-8.1	-6.8	-4.1	-2.0	-1.9	-1.9	-3.1	-6.0	-4.9	-2.2	-2.5
	<b>Вкупен јавен долг (% од БДП)</b>	48.3	54.9	54.3	53.5	49.6	46.4	42.7	38.5	39.5	45.5	46.8	46.2	45.3
	<b>Дефицит во тековната сметка (% од БДП)</b>	-4.8	-2.0	-3.0	-4.1	-5.6	-5.2	-6.8	-8.3	-8.3	-3.1	-4.7	-6.1	-5.0
	<b>Вкупен надворешен долг (% од БДП)</b>	46.4	50.3	50.8	51.2	49.8	45.3	53.0	56.6	53.5	70.3	65.8	62.3	66.5

Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012

**Графикон бр.5.40 – Движење на варијаблите во Модел 1**



**Графикон бр. 5.41– Движење на варијаблите во Модел 2**



# Модел 1

Табела бр.5.3 - Критериуми за редот на заостанувањата на (S)VAR моделот 1

Ендогени варијабли: D и CABCG

Егзогени варијабли: C

Примерок: 2000Q1 2011Q4

Опсервации: 44

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-264.0619	NA	612.7667	12.09372	12.17482	12.12380
1	-200.1743	119.0632*	40.29506*	9.371559*	9.614858*	9.461786*
2	-196.9809	5.660987	41.86464	9.408224	9.813722	9.558602
3	-195.9838	1.676975	48.15457	9.544718	10.11242	9.755248
4	-194.2375	2.778190	53.68381	9.647160	10.37706	9.917840

Ендогени варијабли: CABCG и D

Ендогени варијабли: C

Примерок: 2000Q1 2011Q4

Опсервации: 44

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-264.0619	NA	612.7667	12.09372	12.17482	12.12380
1	-200.1743	119.0632*	40.29506*	9.371559*	9.614858*	9.461786*
2	-196.9809	5.660987	41.86464	9.408224	9.813722	9.558602
3	-195.9838	1.676975	48.15457	9.544718	10.11242	9.755248
4	-194.2375	2.778190	53.68381	9.647160	10.37706	9.917840

\* укажува на редот на задоцнување избран од критериумот

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

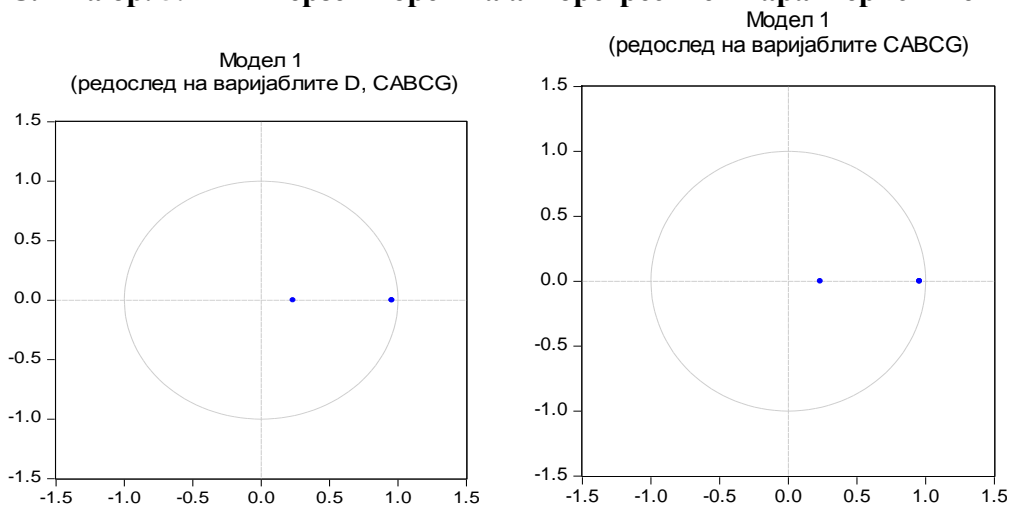
FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Слика бр. 5.2- Инверзен корен на авторегресивен карактеристичен полином



### Табела бр. 5.4

Тест за Granger Causality

Sample: 2000Q1 2011Q4

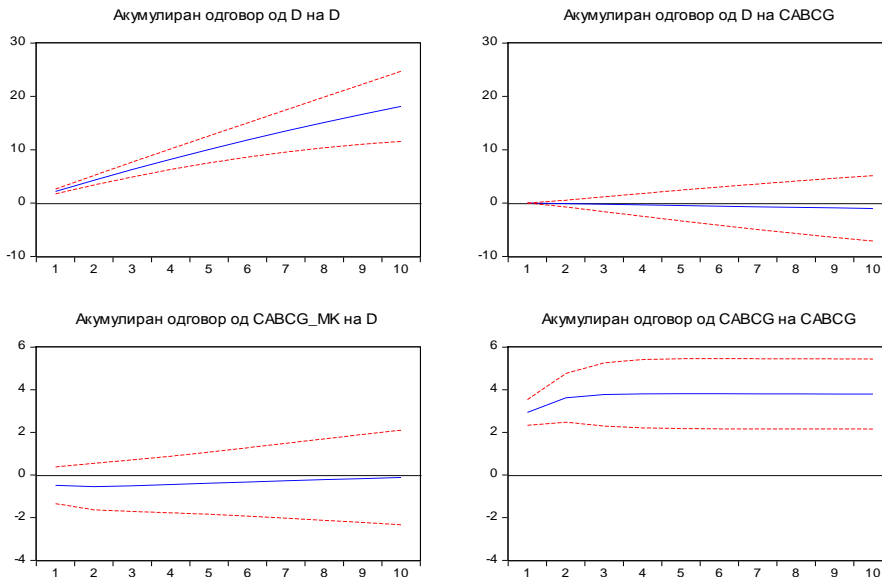
Временски заостанувања: 7

Нулта хипотеза:	Obs	F-Statistic	Prob.
D does not Granger Cause CABCG	41	2.76810	0.0273
CABCG does not Granger Cause D		0.45948	0.8546

### Слика бр.5.3: импулс – реакција функции (модел 1)

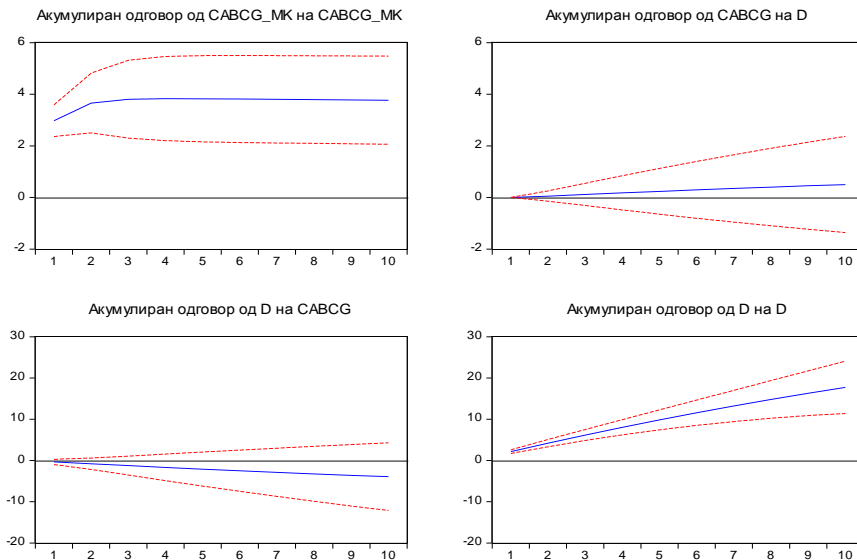
Редослед на варијаблите во моделот: D, CABCG

Акумулирана реакција на Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



Редослед на варијаблите во моделот: CABCG, D

Акумулирана реакција на Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



**Табела бр.5.5 - Декомпозиција на варијансата (модел 1)**

Редослед на варијаблите во VAR моделот: D, CABCG

Декомпозиција на варијансата од D:			
Period	S.E.	D	CABCG
1	2.175016	100.0000	0.000000
4	4.116120	99.75352	0.246485
6	4.844384	99.70363	0.296371
8	5.378404	99.67884	0.321155
10	5.787395	99.66430	0.335697

Декомпозиција на варијансата од CABCG:			
Period	S.E.	D	CABCG
1	2.973522	2.629227	97.37077
4	3.056528	2.576300	97.42370
6	3.057686	2.649778	97.35022
8	3.058686	2.713194	97.28681
10	3.059525	2.766281	97.23372

Редослед на варијаблите во VAR моделот: D, CABCG  
Декомпозиција на варијансата од CABCG:

Period	S.E.	CABCG	D
1	2.973522	100.0000	0.000000
4	3.056528	99.88862	0.111383
6	3.057686	99.81463	0.185369
8	3.058686	99.75256	0.247435
10	3.059525	99.70069	0.299306

Декомпозиција на варијансата од D:			
Period	S.E.	CABCG	D
1	2.175016	2.629227	97.37077
4	4.116120	4.200816	95.79918
6	4.844384	4.455473	95.54453
8	5.378404	4.581403	95.41860
10	5.787395	4.655264	95.34474



# Модел 2

Табела бр.5.6 - Критериуми за редот на заостанувањата на (S)VAR моделот 2

Ендогени варијабли: G, Y, P, D,  $\pi$ , DR, MR

Егзогени варијабли: C

Sample: 2000Q1 2011Q4

Опсервации: 43

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-800.0125	NA	47222626	37.53546	37.82217	37.64119
1	-636.4118	266.3268*	235802.6*	32.20520	34.49885*	33.05103*
2	-607.3756	37.81457	716803.0	33.13375	37.43435	34.71968
3	-549.6734	56.36021	814330.2	32.72900	39.03655	35.05503
4	-470.4668	51.57643	715186.2	31.32404*	39.63854	34.39017

\* укажува на редот на задоцнување избран од критериумот

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

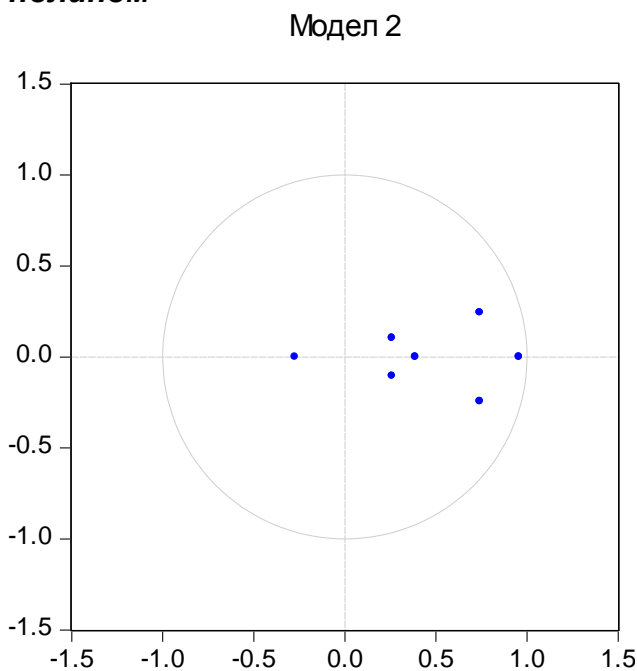
FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

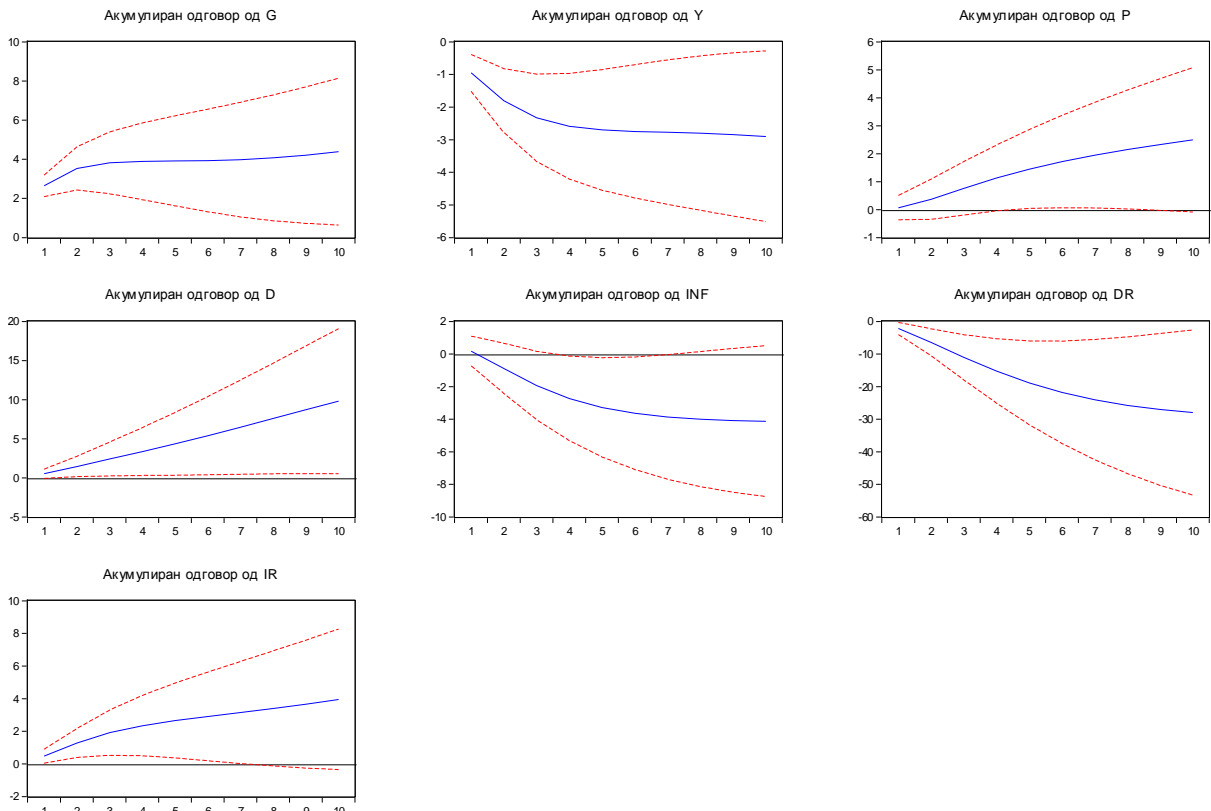
Слика бр.5.4 - Инверзен корен на авторегресивен карактеристичен полином



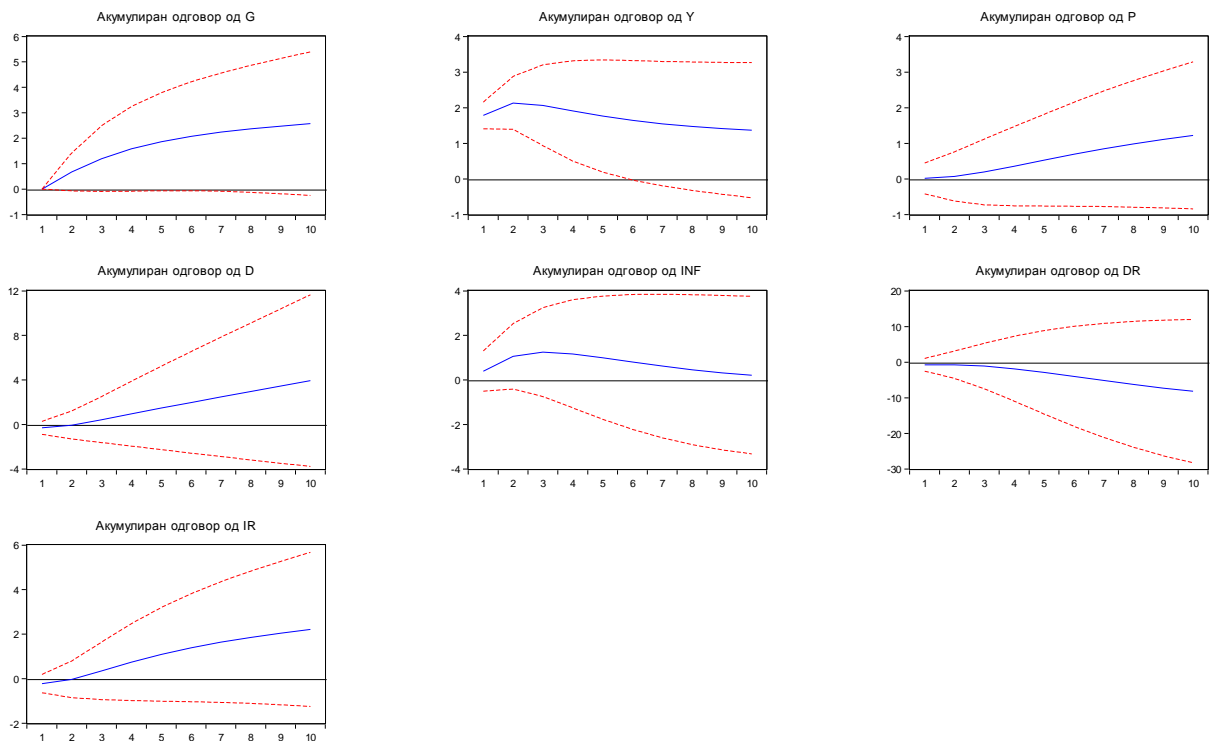
## Слика бр.5.5 импулс – реакција функцији (модел 2)

*Cholesky* редослед:  $G, Y$  (аутомунт јаз),  $P, D, INF, DR, IR$

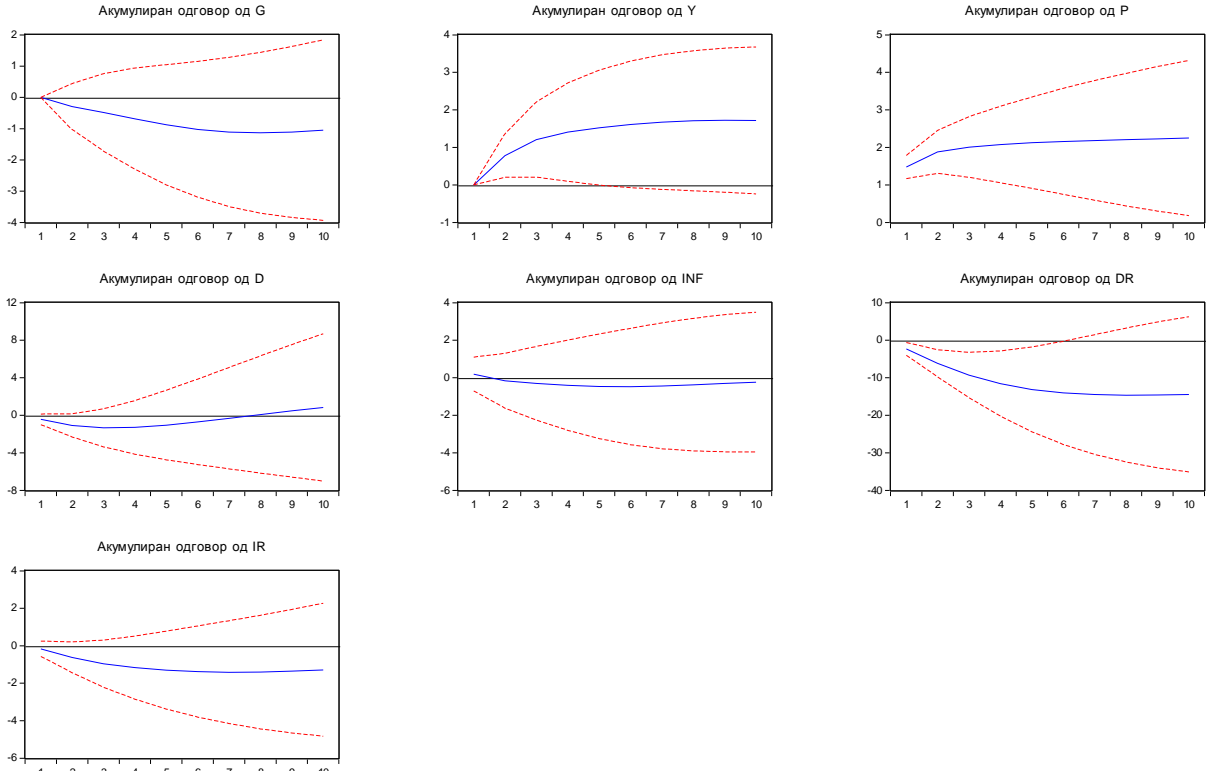
Акумулирана реакција на шок од *Cholesky* една S.D. во  $G$  (јавните расходи како % БДП)



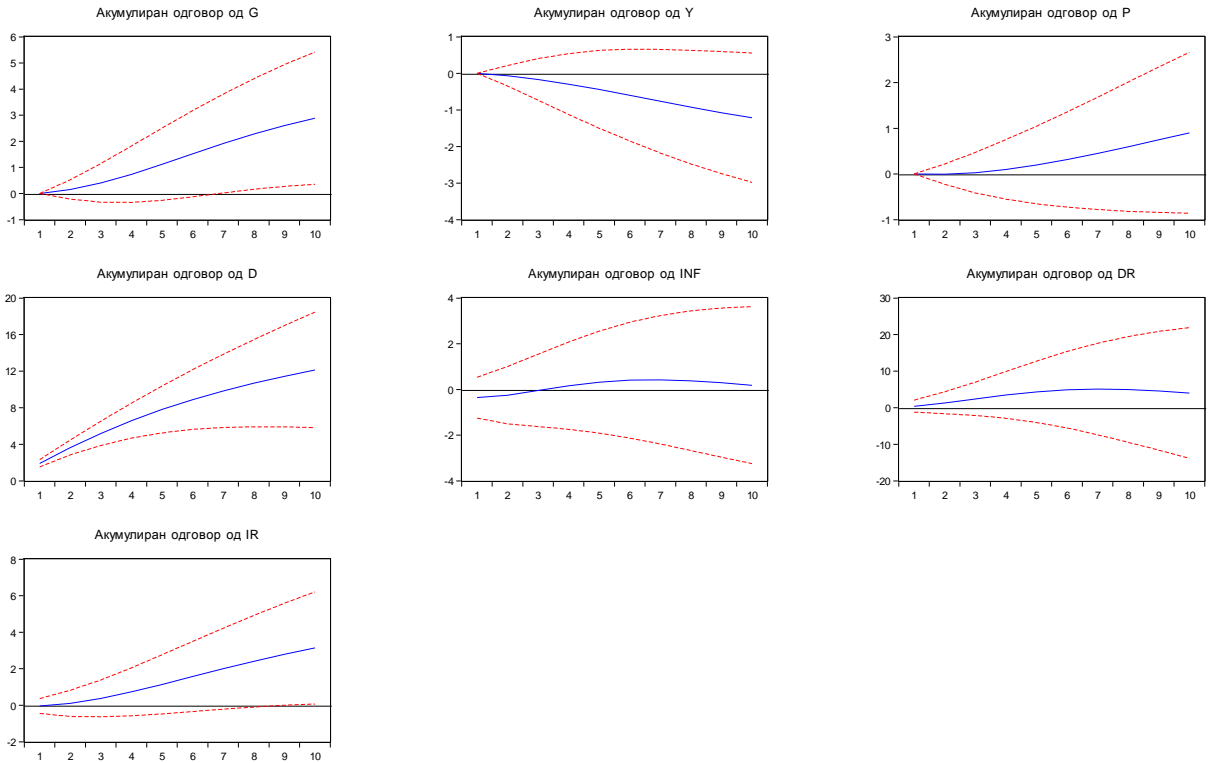
Акумулиран одговор на шок од *Cholesky* една S.D. во  $Y$  (аутомунт јаз)



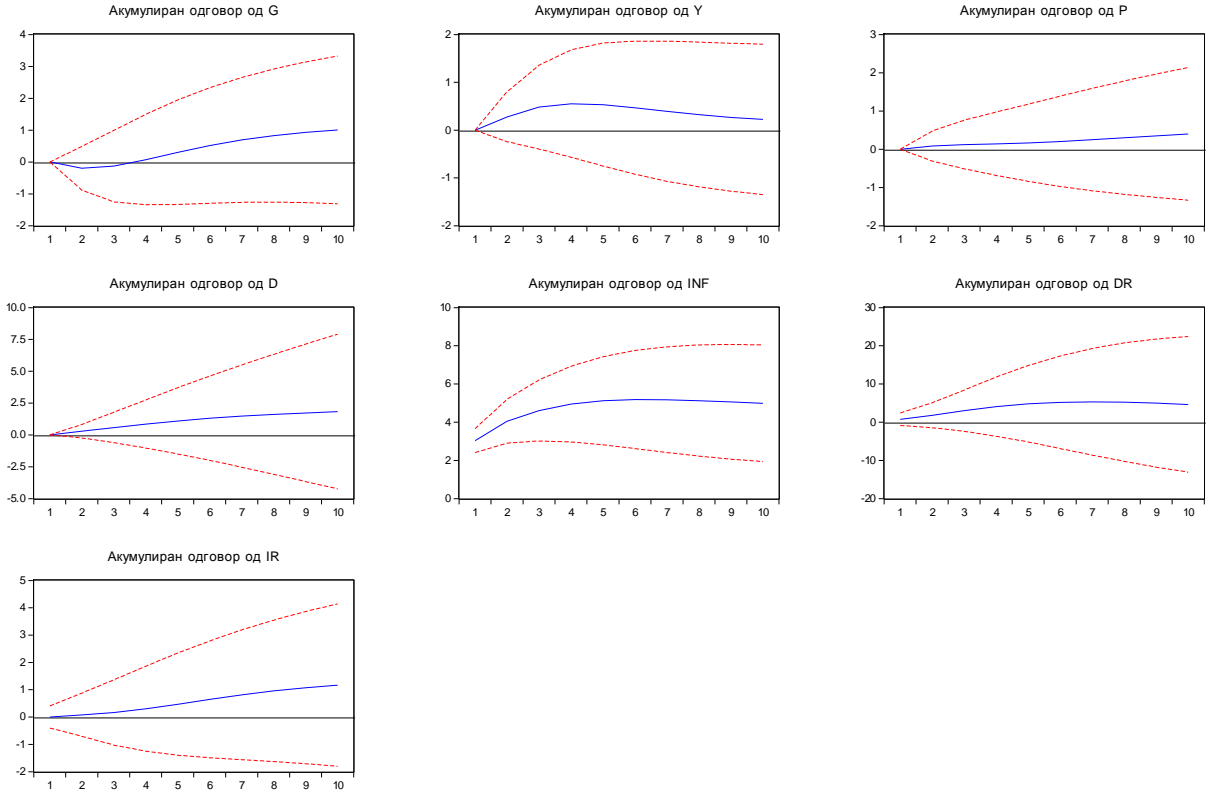
Акумулирана реакција на шок од Cholesky една S.D. во P (јавните приходи како % од БДП)



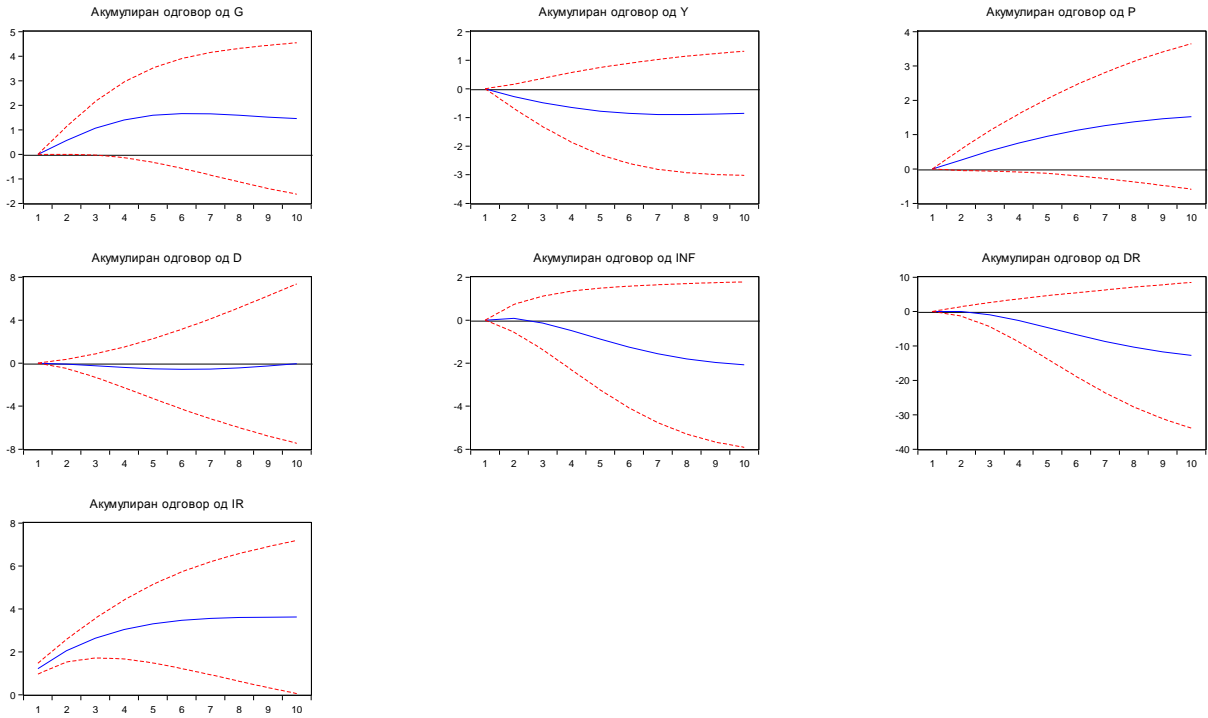
Акумулирана реакција на шок од Cholesky една S.D. во D (јавен долг како % од БДП)



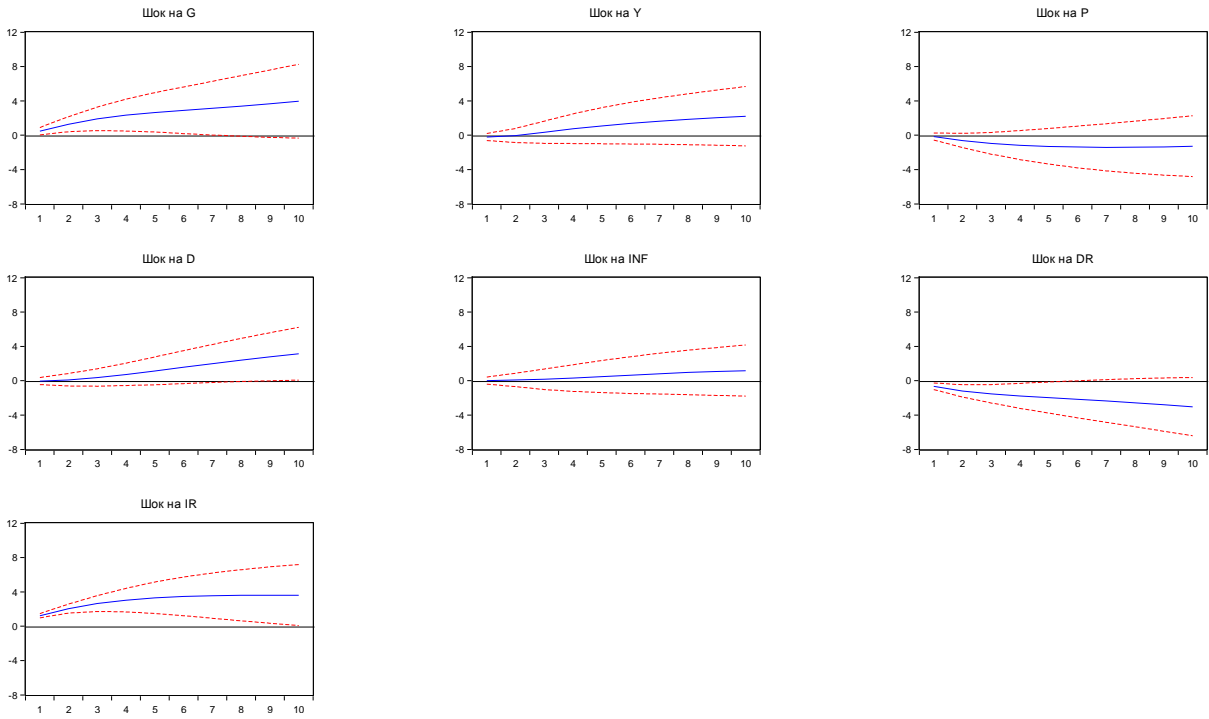
Акумулирана реакција на шок од Cholesky една S.D. во INF (инфлација)



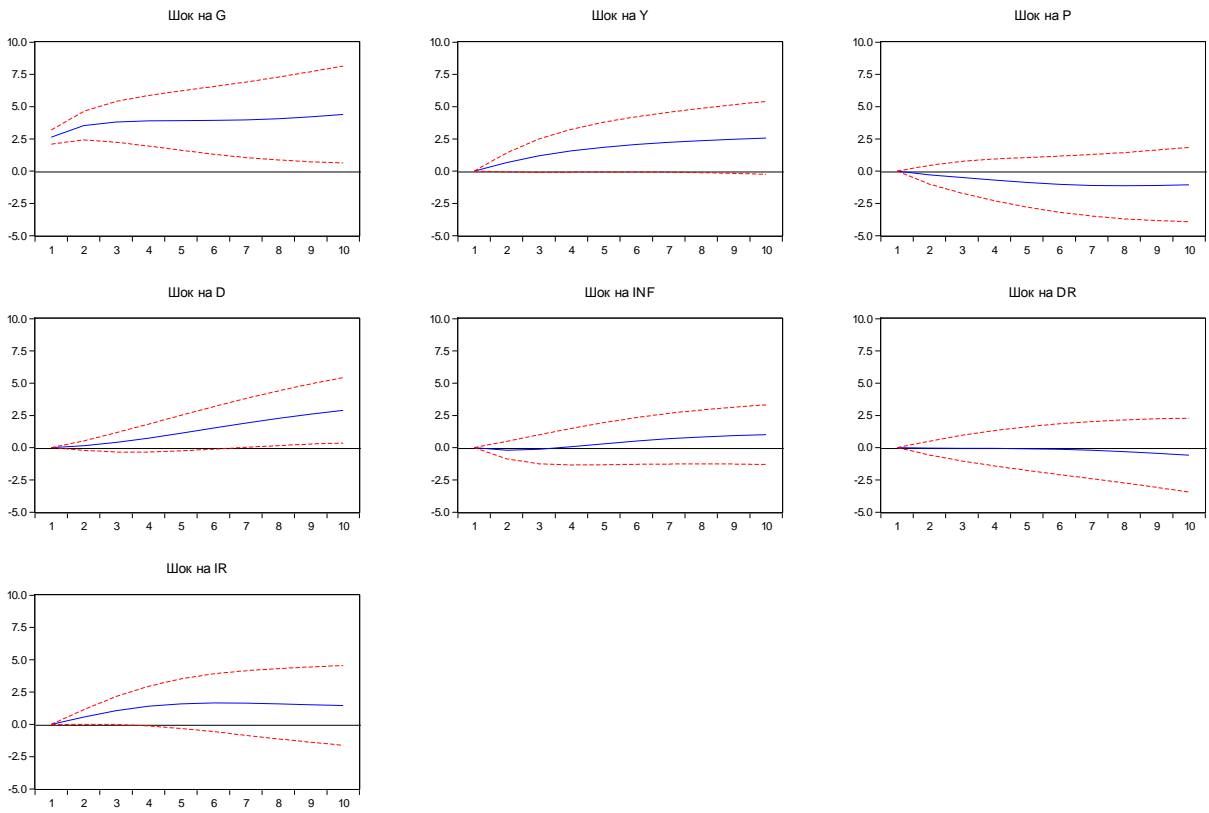
Акумулирана реакција на шок од Cholesky една S.D. во IR (каматна стапка на пазарот на пари)



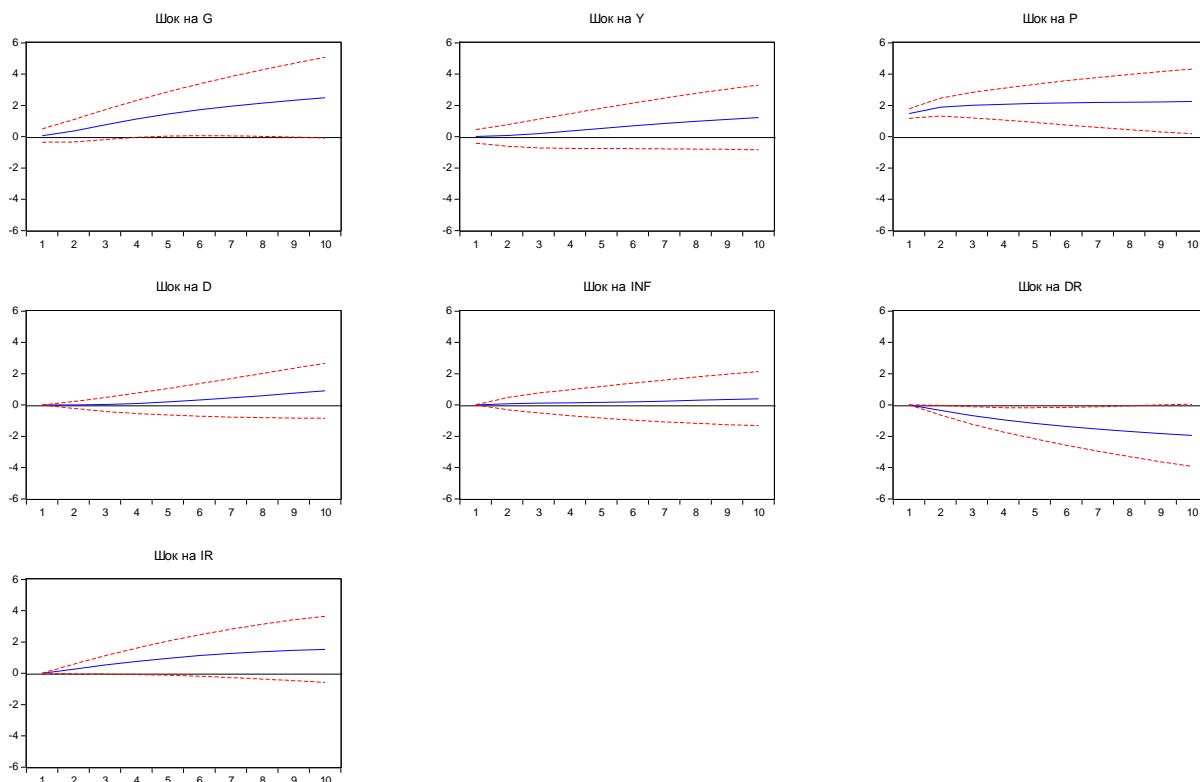
Акумулирана реакција на IR на шокови од Cholesky една S.D. во G, Y, P, D, INF, DR, IR  
(реакциона функција на монетарната политика)



Акумулирана реакција на G на шокови од Cholesky една S.D. во G, Y, P, D, INF, DR, IR  
(реакциона функција на фискалната политика)



Акумулирана реакција на Р на шокови од Cholesky една S.D.во G, Y, P, D, INF, DR, IR  
(реакциона функција на фискалната политика)



**Табела бр.5.7- Декомпозиција на варијансата (модел 2)**

Период	S.E.	Декомпозиција на варијансата на G:						
		G	Y	P	D	INF	DR	IR
1	2.642152	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.945802	89.43700	5.177552	1.005872	0.270251	0.446694	0.019059	3.643575
3	3.063968	83.56926	7.743829	1.304313	0.921748	0.459575	0.017698	5.983574
4	3.138396	79.71704	8.852148	1.649591	1.996843	0.851623	0.018335	6.914416
5	3.194387	76.95016	9.321749	1.957274	3.369860	1.345379	0.024793	7.030785
6	3.238001	74.89441	9.504340	2.113138	4.821194	1.737094	0.044305	6.885521
7	3.272820	73.33111	9.553519	2.137386	6.156398	1.988656	0.091124	6.741806
8	3.301794	72.12601	9.541628	2.106082	7.262738	2.126089	0.183109	6.654344
9	3.327299	71.19366	9.503059	2.079200	8.106964	2.186834	0.333022	6.597262
10	3.351041	70.47151	9.453943	2.082691	8.708828	2.202259	0.541919	6.538855

Период	S.E.	Декомпозиција на варијансата на Y:						
		G	Y	P	D	INF	DR	IR
1	2.020303	22.18141	77.81859	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.394292	28.43579	57.54500	10.57290	0.074751	1.323859	0.793260	1.254436
3	2.509791	30.27032	52.44288	12.50789	0.234031	1.867938	0.807045	1.869896
4	2.545860	30.46028	51.33863	12.78354	0.469067	1.895195	0.786027	2.267256
5	2.562560	30.25420	51.00007	12.82829	0.782112	1.877112	0.775819	2.482397
6	2.574108	30.01541	50.75922	12.82278	1.157180	1.921776	0.769610	2.554026
7	2.583335	29.81142	50.52905	12.78837	1.556508	1.991239	0.768699	2.554724
8	2.590955	29.64821	50.31275	12.73436	1.937406	2.050435	0.776955	2.539887
9	2.597431	29.52540	50.11362	12.67393	2.268702	2.088697	0.798692	2.530955

10 2.603183 29.44332 49.92823 12.61852 2.536522 2.108338 0.837097 2.527971

Период	Декомпозиција на варијансата на P:							
	S.E.	G	Y	P	D	INF	DR	IR
1	1.476260	0.203879	0.010055	99.78607	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.622125	3.654030	0.117071	88.91041	0.001316	0.251213	4.440507	2.625453
3	1.732560	8.287462	0.617764	78.47859	0.038057	0.273767	7.691024	4.613335
4	1.817923	11.67941	1.357767	71.41395	0.179450	0.260969	9.304207	5.804246
5	1.880965	13.77048	2.090576	66.77253	0.435810	0.260970	10.12644	6.543193
6	1.928162	15.03263	2.714288	63.57758	0.798455	0.283844	10.60222	6.990976
7	1.964859	15.82601	3.214083	61.24246	1.246931	0.327612	10.91370	7.229202
8	1.994639	16.36209	3.604168	59.43874	1.750490	0.382329	11.14032	7.321863
9	2.019779	16.75914	3.905023	57.97892	2.274157	0.437660	11.32187	7.323229
10	2.041718	17.08350	4.136492	56.75290	2.786027	0.486722	11.48027	7.274091

Период	Декомпозиција на варијансата на D:							
	S.E.	G	Y	P	D	INF	DR	IR
1	2.050824	6.353263	2.240209	4.664211	86.74232	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.962634	12.86356	1.761432	6.782591	75.33800	0.934831	2.250157	0.069428
3	3.585580	15.83637	3.042094	5.193296	70.37040	1.300906	4.019029	0.237912
4	4.062811	17.79900	4.081819	4.061017	66.52814	1.472492	5.710679	0.346857
5	4.463860	19.62710	4.726226	3.654824	62.66207	1.523017	7.448213	0.358548
6	4.819105	21.51315	5.130968	3.631869	58.76964	1.490551	9.145362	0.318454
7	5.141420	23.39137	5.419576	3.753146	55.04694	1.416177	10.69017	0.282613
8	5.435573	25.14438	5.659262	3.898053	51.66100	1.330914	12.01769	0.288697
9	5.702992	26.68742	5.881458	4.014028	48.70223	1.251534	13.11297	0.350361
10	5.944241	27.98494	6.098058	4.085053	46.19256	1.184783	13.99255	0.462056

Период	Декомпозиција на варијансата на INF:							
	S.E.	G	Y	P	D	INF	DR	IR
1	3.093334	0.342281	1.633083	0.402987	1.366139	96.25551	0.000000	0.000000
2	3.524227	9.550439	4.847542	1.326915	1.144270	82.40005	0.674572	0.056216
3	3.758952	16.12497	4.498015	1.310894	1.326252	74.66448	1.702563	0.372826
4	3.894668	19.17120	4.227758	1.288115	1.515043	70.30182	2.317422	1.178640
5	3.971901	20.34479	4.252030	1.262887	1.607133	67.78975	2.621381	2.122024
6	4.015478	20.71362	4.392378	1.236051	1.617549	66.35093	2.758161	2.931308
7	4.040119	20.77658	4.546575	1.229802	1.599602	65.54446	2.811729	3.491253
8	4.054414	20.74227	4.674599	1.246551	1.598734	65.09738	2.828336	3.812130
9	4.063244	20.68920	4.766803	1.272665	1.635051	64.84242	2.831355	3.962498
10	4.069230	20.64133	4.827049	1.294892	1.706275	64.68381	2.830850	4.015796

Период	Декомпозиција на варијансата на DR:							
	S.E.	G	Y	P	D	INF	DR	IR
1	6.474228	11.31878	1.412806	12.87114	0.389257	1.366896	72.64113	0.000000
2	9.678021	24.68695	0.632489	21.46393	1.016098	1.764062	50.43569	0.000778
3	11.84540	31.34286	0.513916	21.28372	1.548679	2.211758	42.46205	0.637018
4	13.33142	34.75467	0.717394	19.75560	1.873511	2.362140	38.46941	2.067274
5	14.33239	36.39413	1.111966	18.24763	1.985988	2.311455	36.14199	3.806839
6	14.98873	37.06553	1.591220	17.06353	1.952682	2.189349	34.68693	5.450759
7	15.40955	37.23416	2.074729	16.23199	1.866057	2.077840	33.74581	6.769407
8	15.67743	37.16699	2.509509	15.68977	1.808303	2.011495	33.12347	7.690468
9	15.85100	37.00878	2.868586	15.34907	1.829819	1.993009	32.70071	8.250019
10	15.96895	36.83052	3.146154	15.13063	1.944169	2.009042	32.40194	8.537549

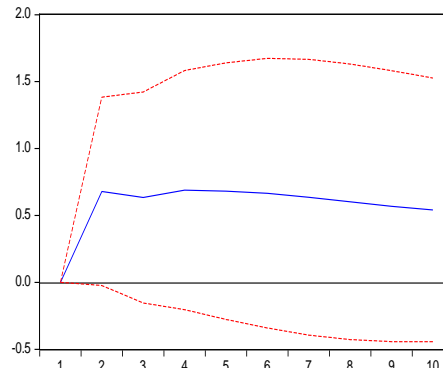
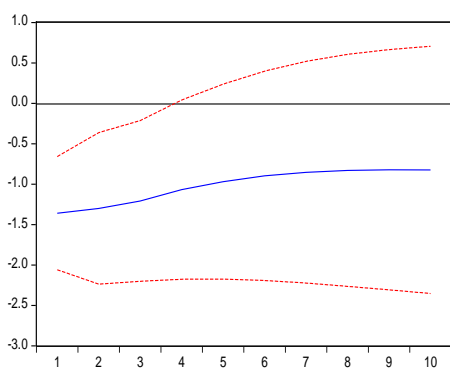
Декомпозиција на варијансата на IR:

Период	S.E.	G	Y	P	D	INF	DR	IR
1	1.482626	10.19851	2.280616	1.203687	0.081720	0.000274	19.68696	66.54823
2	2.023750	21.16262	2.082946	5.768891	0.518569	0.146767	17.48739	52.83282
3	2.303343	23.89219	4.327036	6.635811	1.839891	0.257163	15.78661	47.26130
4	2.462989	24.01253	6.371971	6.522853	3.759198	0.520943	14.76876	44.04375
5	2.571009	23.49022	7.711757	6.244445	5.979928	0.911480	14.15261	41.50956
6	2.654470	22.94459	8.484501	5.945295	8.219223	1.302641	13.78631	39.31744
7	2.724438	22.55383	8.897779	5.658776	10.25611	1.605014	13.60205	37.42644
8	2.786242	22.36495	9.100747	5.411479	11.95792	1.797276	13.56339	35.80423
9	2.842872	22.37953	9.185124	5.223298	13.27830	1.897176	13.64192	34.39465
10	2.896052	22.57429	9.205437	5.098474	14.23582	1.933162	13.80895	33.14386

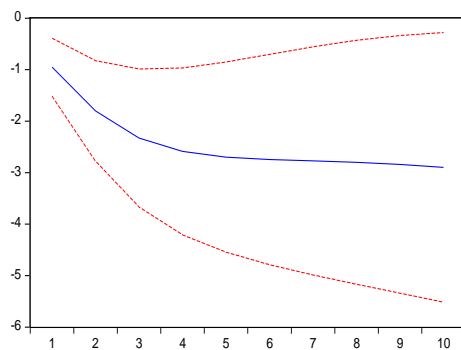
Cholesky редослед: G, Y, P, D, INF, DR, IR

### Слика бр.5.6 - Акумулирани реакции врз база на кои се пресметани фискалните мултипликатори

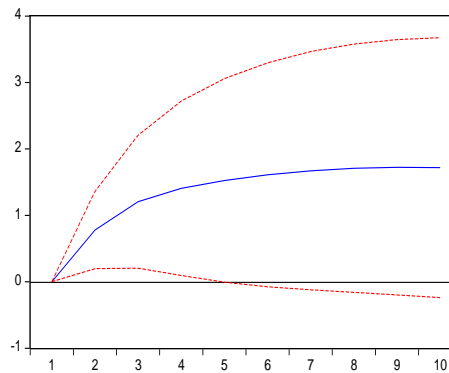
Акумулиран одговор на БДП (стапките на раст) на шок од една Cholesky S.D. во јавните расходи (P)      Акумулиран одговор од БДП (стапки на раст) на шок од една Cholesky S.D. во јавните приходи (P)



Акумулирана реакција на аутпут јазот на шок од една Cholesky S.D. во јавните расходи (G)



Акумулирана реакција на аутпут јазот на шок од една Cholesky S.D. во јавните приходи (P)



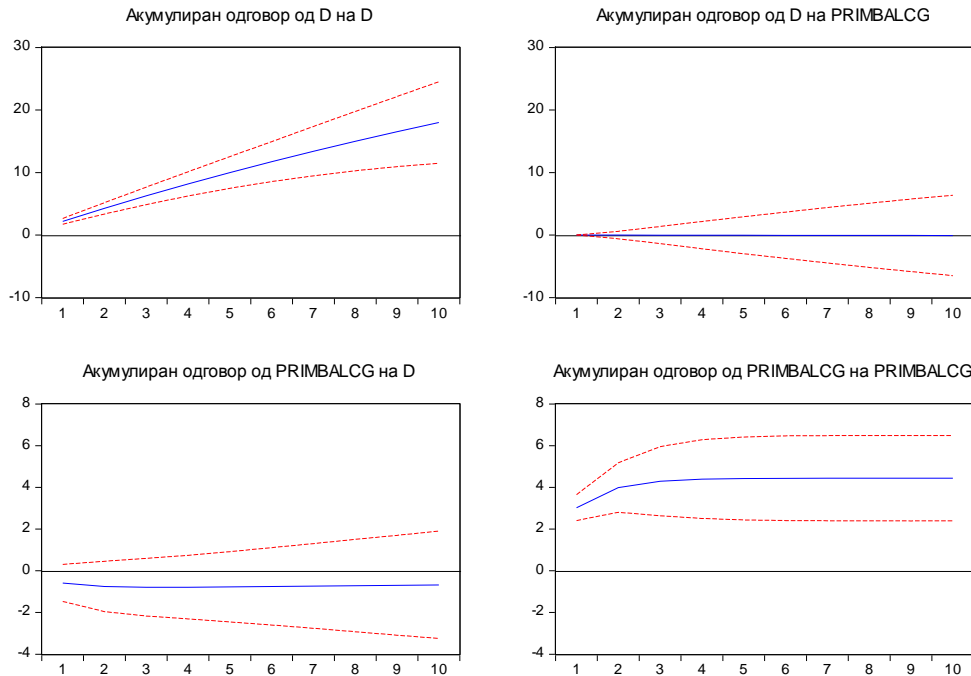


# Проверка на издржаноста на резултатите

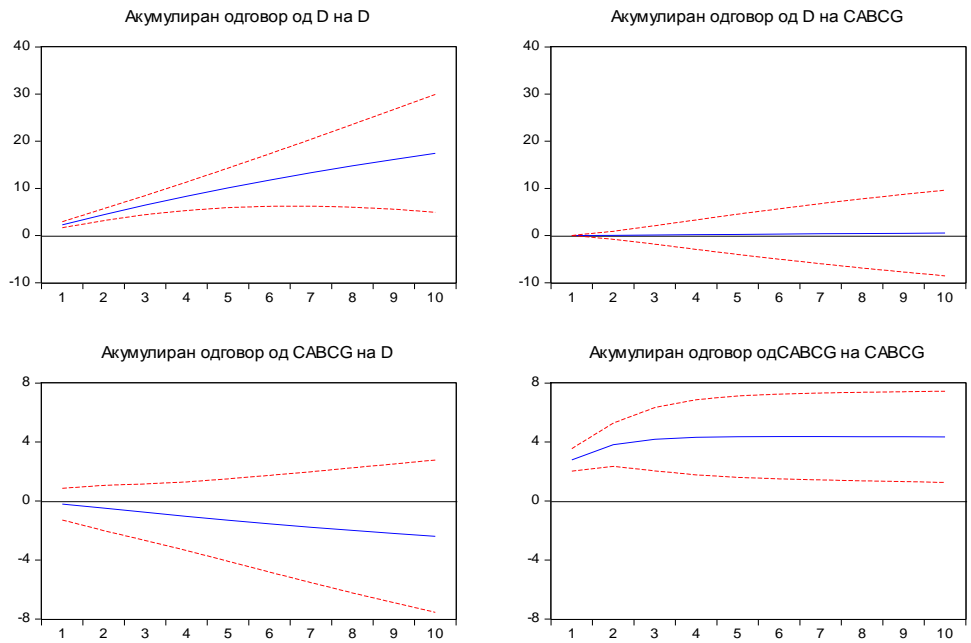
## Модел 1

### Слика бр. 5.7

Акумулирана реакција на шок од Cholesky една S.D.  
(редосле д на варијаблите во VAR моделот: D, PRIMBALCG)

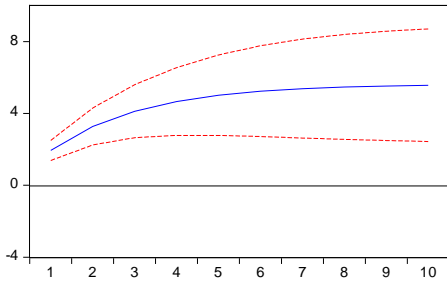


Акумулирана реакција на шок од една Cholesky S.D.  
(редослед на варијабли: D, CABCG; период на анализа 2000q1 - 2006q4)

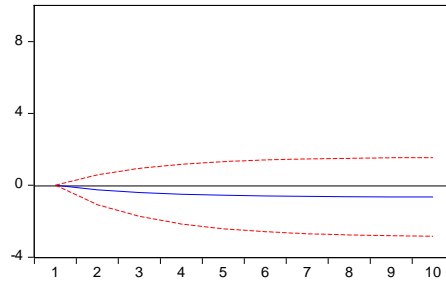


Акумулиран одговор на шок од една Cholesky S.D.  
 (редослед на варијаблите: D, CABCG; период на анализа 2006q1-2011q4)

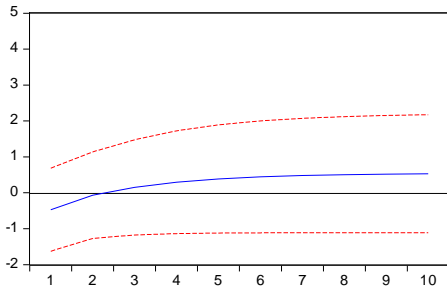
Акумулиран одговор од D на D



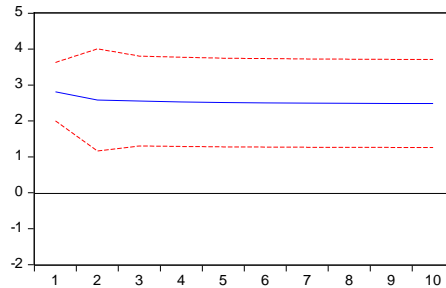
Акумулиран одговор од D на CABCG



Акумулиран одговор од CABCG на D

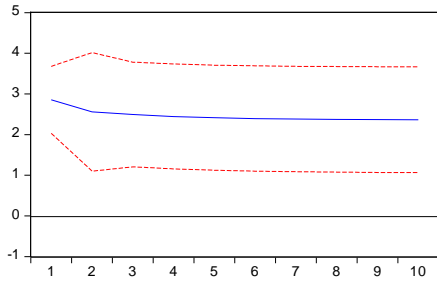


Акумулиран одговор од CABCG на CABCG

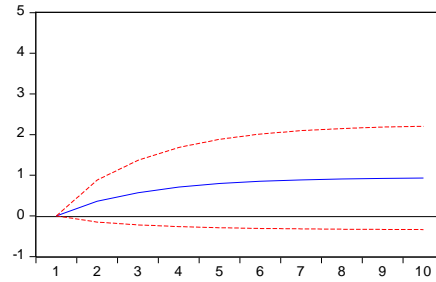


Акумулирана реакција на шок од Cholesky една S.D.  
 (редослед на варијаблите: CABCG, D, период на анализа 2006q1-2011q4)

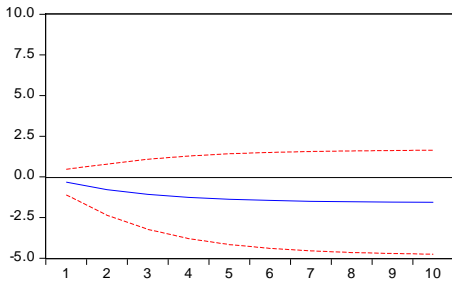
Акумулиран одговор од CABCG на CABCG



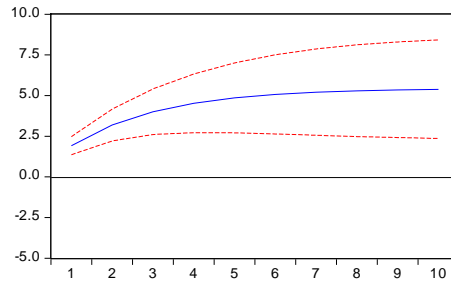
Акумулиран одговор од CABCG на D



Акумулиран одговор од D на CABCG



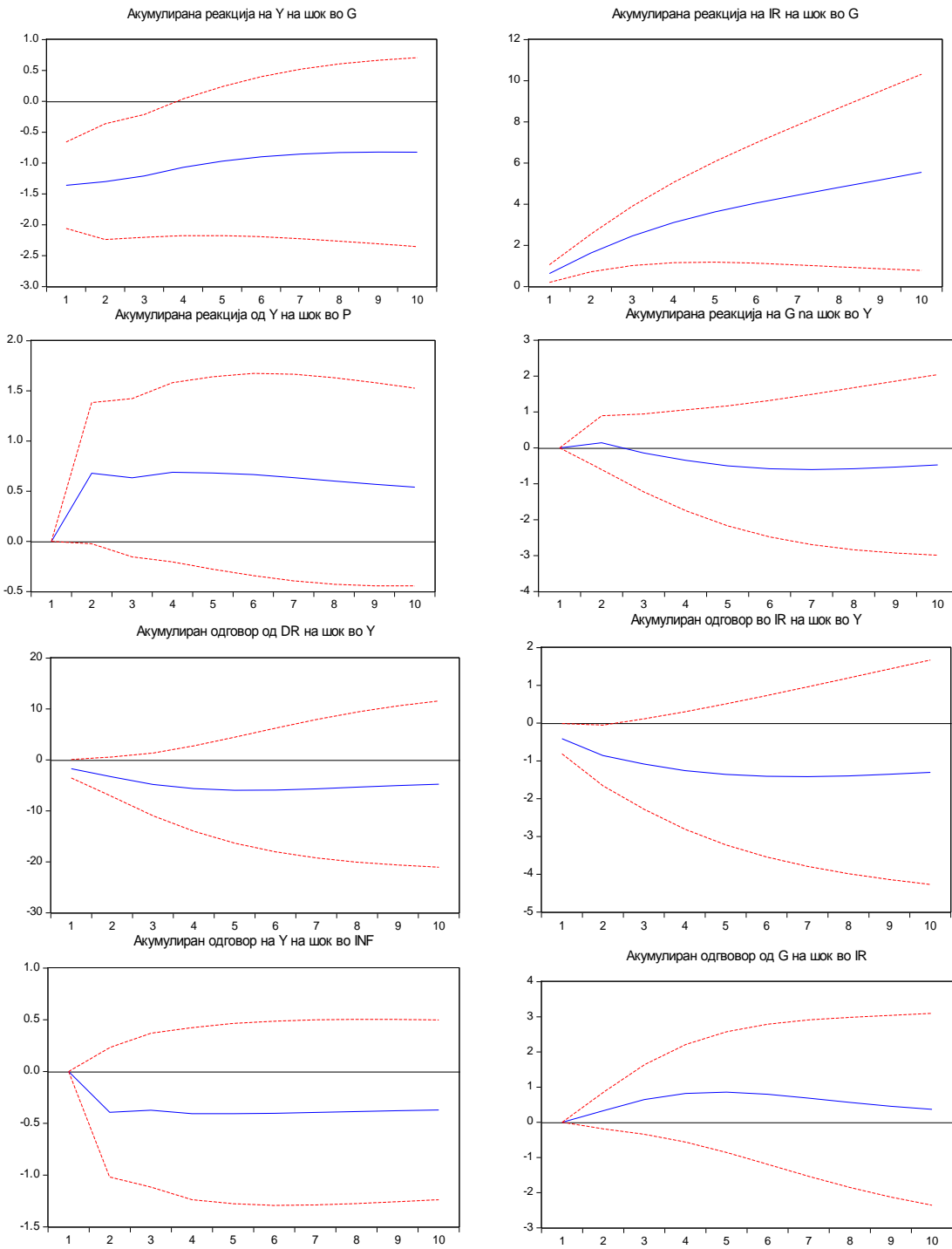
Акумулиран одговор од D на D

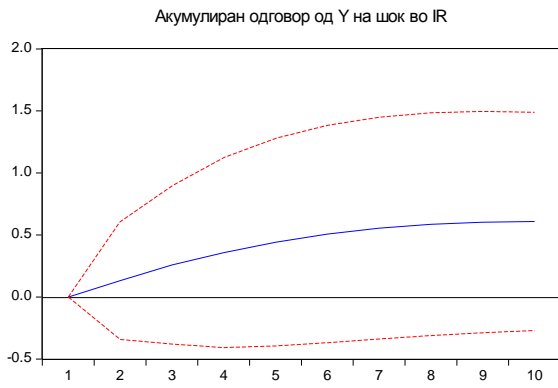


## Модел 2

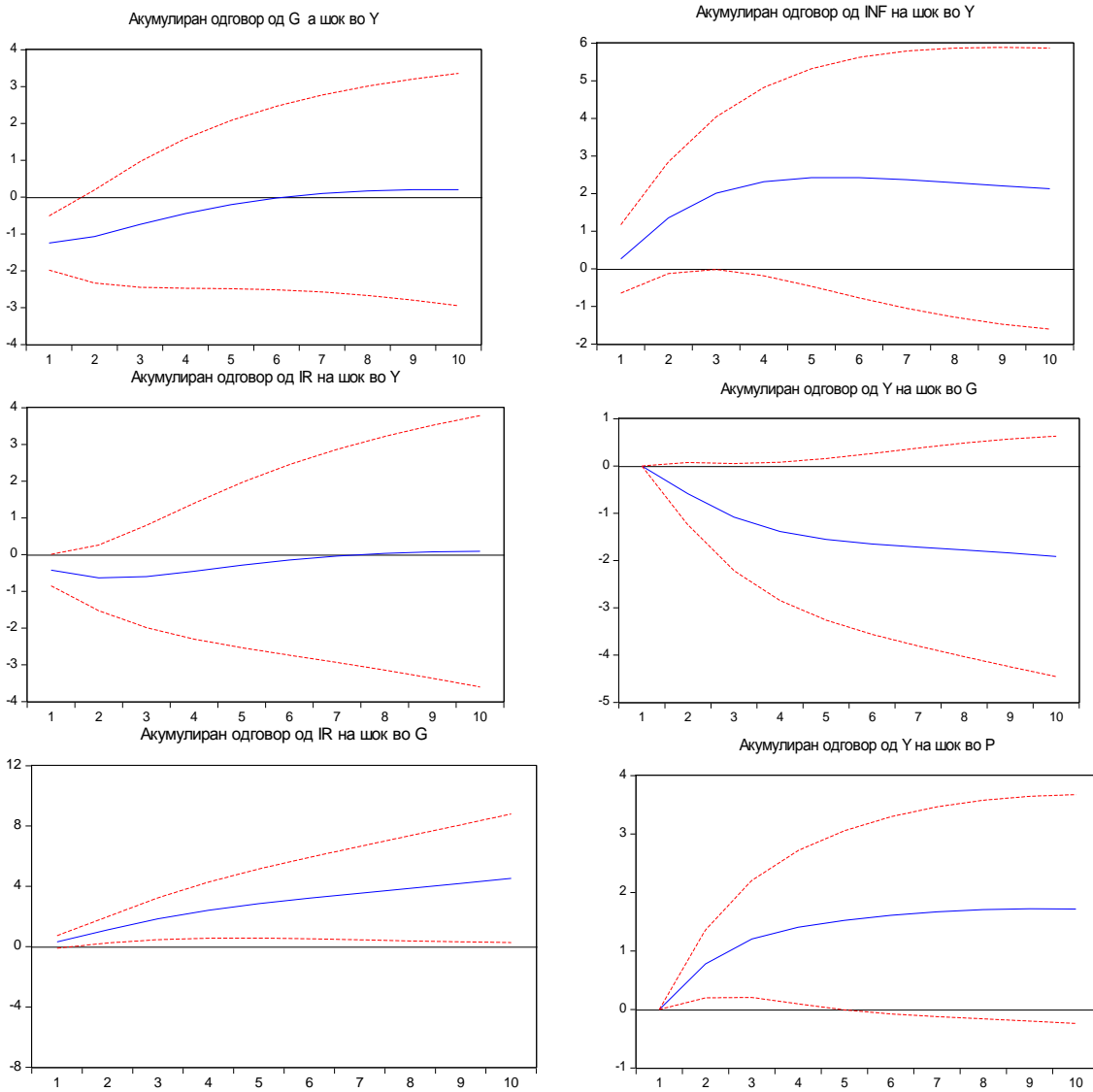
### Слика бр. 5.8

***Cholesky редослед: G, Y(БДП стапки на раст), P, D, INF, DR, IR***

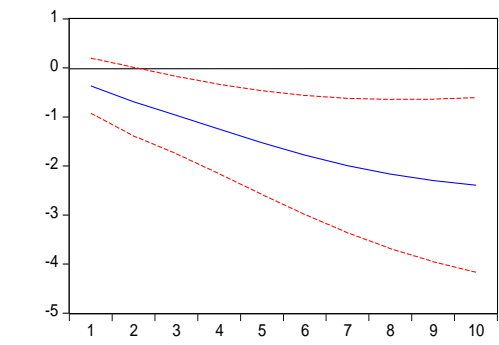
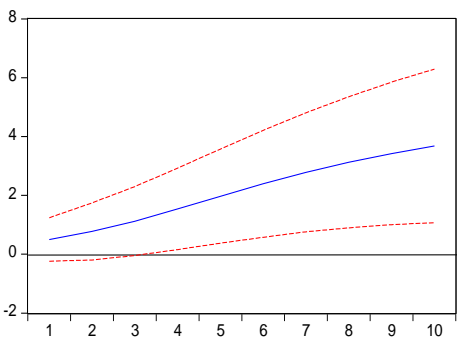
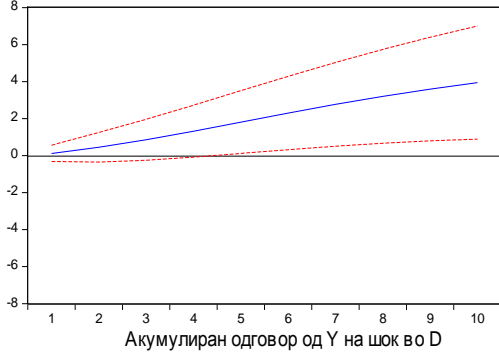
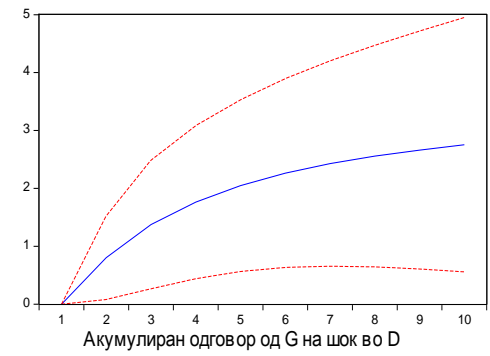
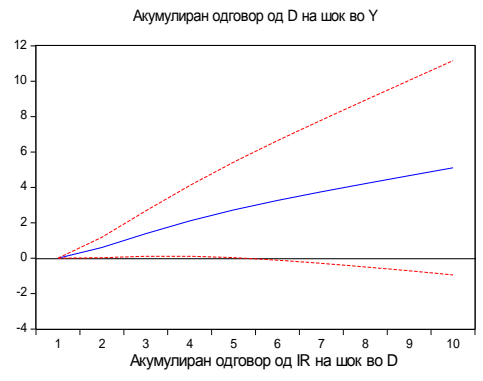
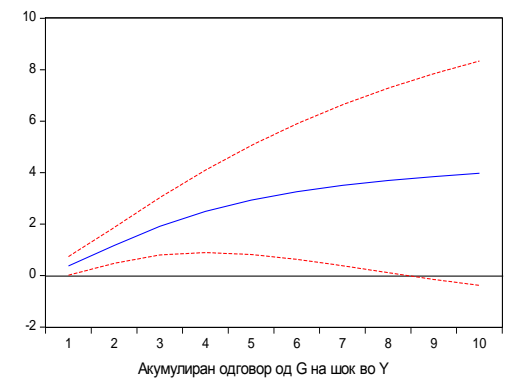
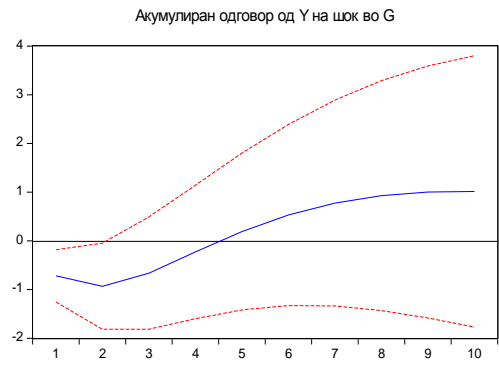
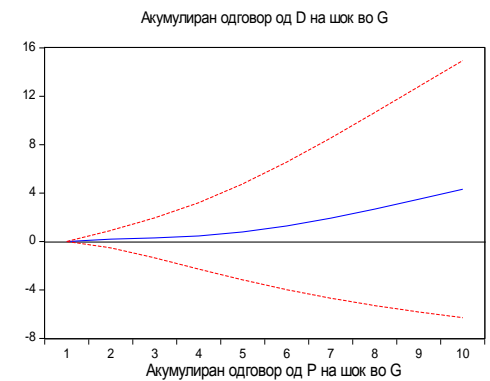


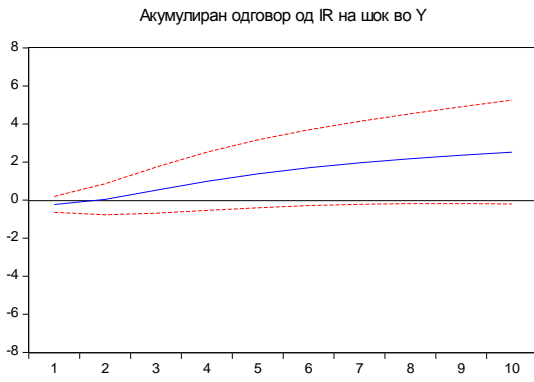


**Слика бр. 5.9**  
**Cholesky редослед:  $Y$ (аутомунт јаз),  $G$ ,  $P$ ,  $D$ ,  $INF$ ,  $DR$ ,  $IR$**



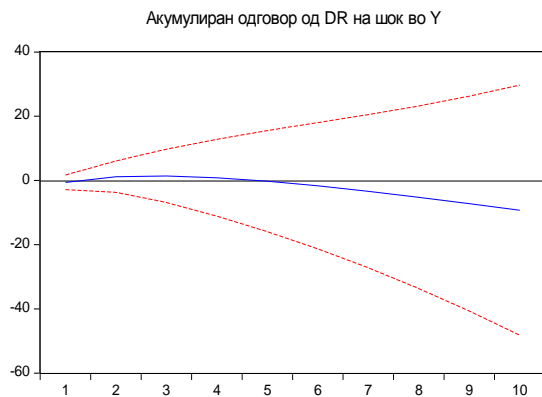
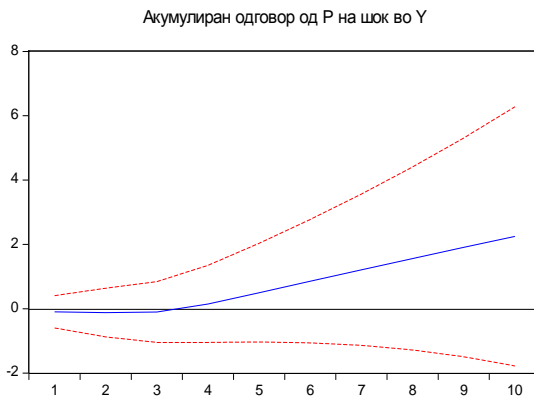
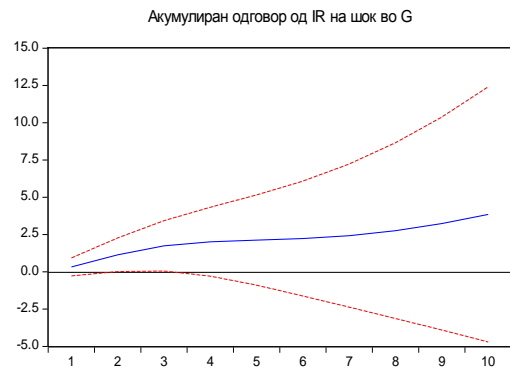
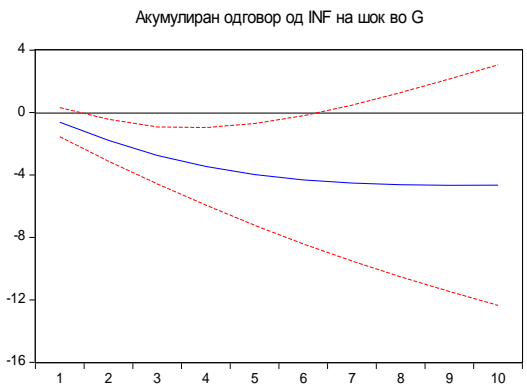
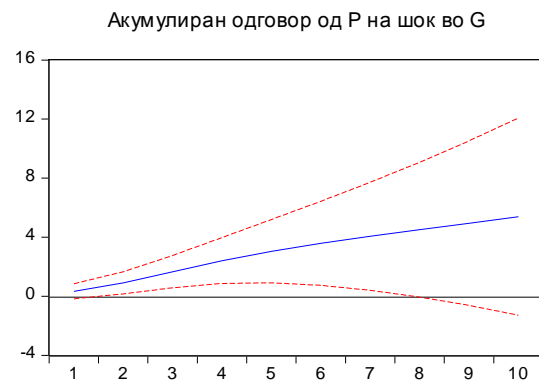
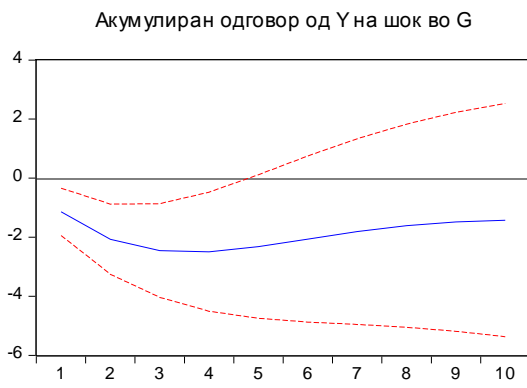
**Слика бр. 5.10**  
**Cholesky редослед:  $D$ ,  $G$ ,  $Y$ (аутомунт јаз),  $P$ ,  $INF$ ,  $DR$ ,  $IR$**

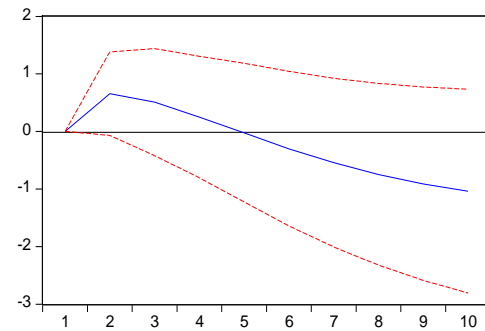
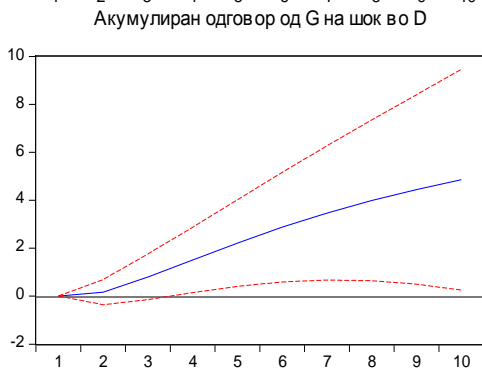
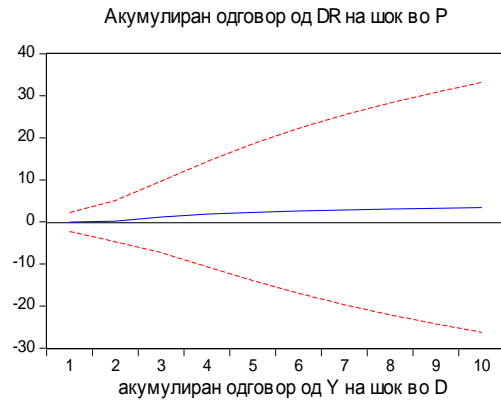
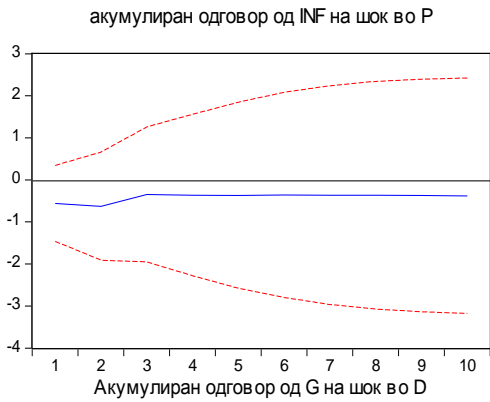
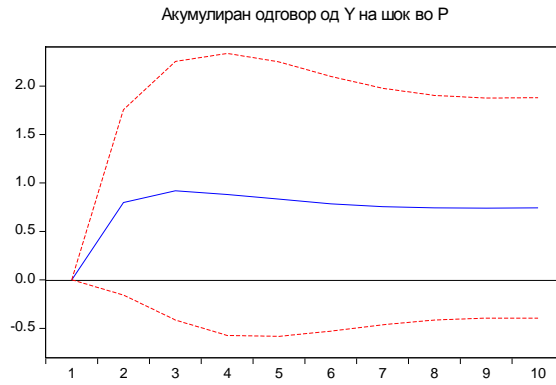
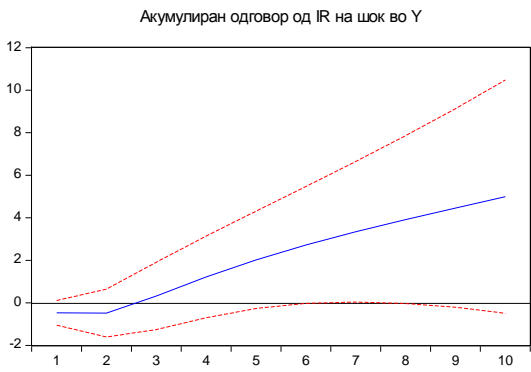
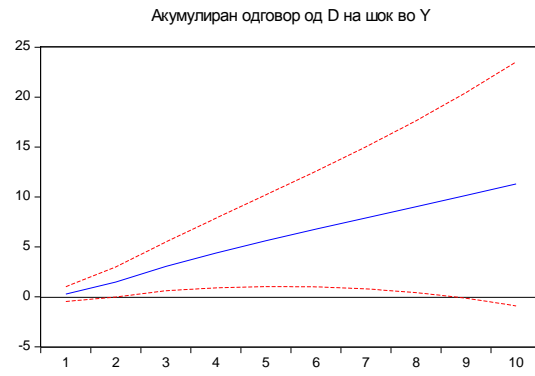
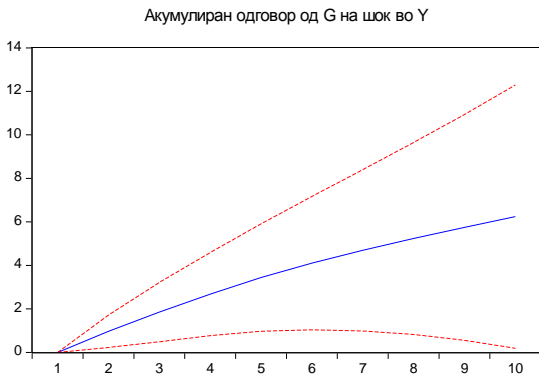




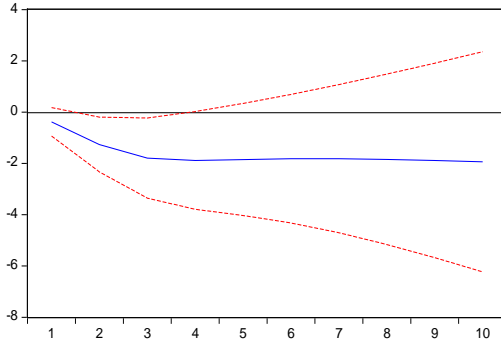
**Слика бр. 5.11**

***Cholesky редослед: G, Y(аутнум јаз), P, D, INF, DR, IR – Период: 2000k1 – 2006k4***

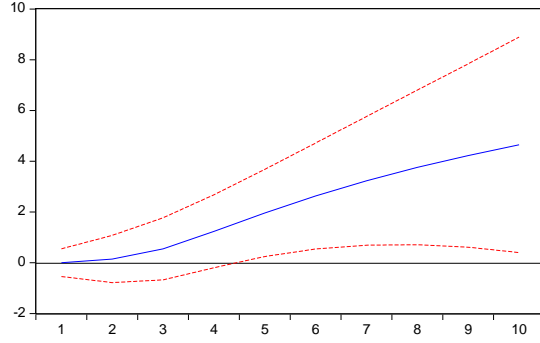




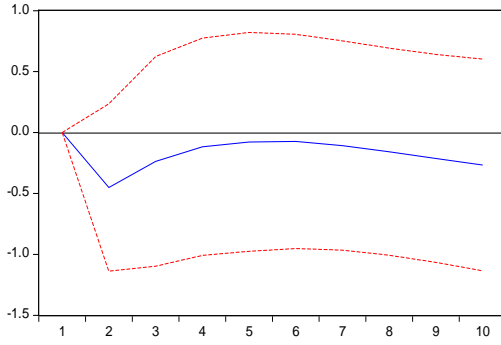
Акумулятиран одговор од IR на шок во P



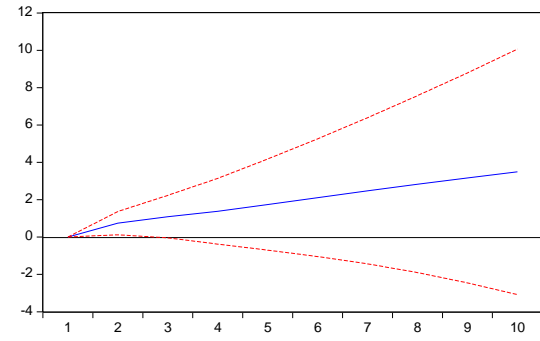
Акумулятиран одговор од IR на шок во D



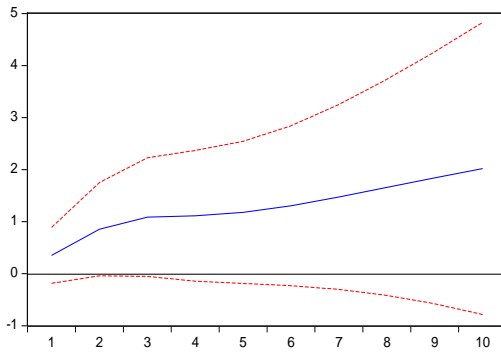
Акумулятиран одговор од Y на шок во INF



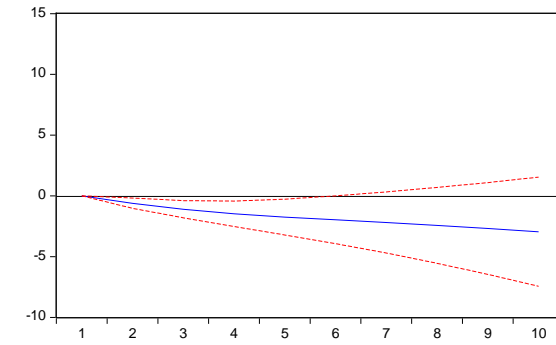
Акумулятиран одговор од D на шок во INF



Акумулятиран одговор од IR на шок во INF



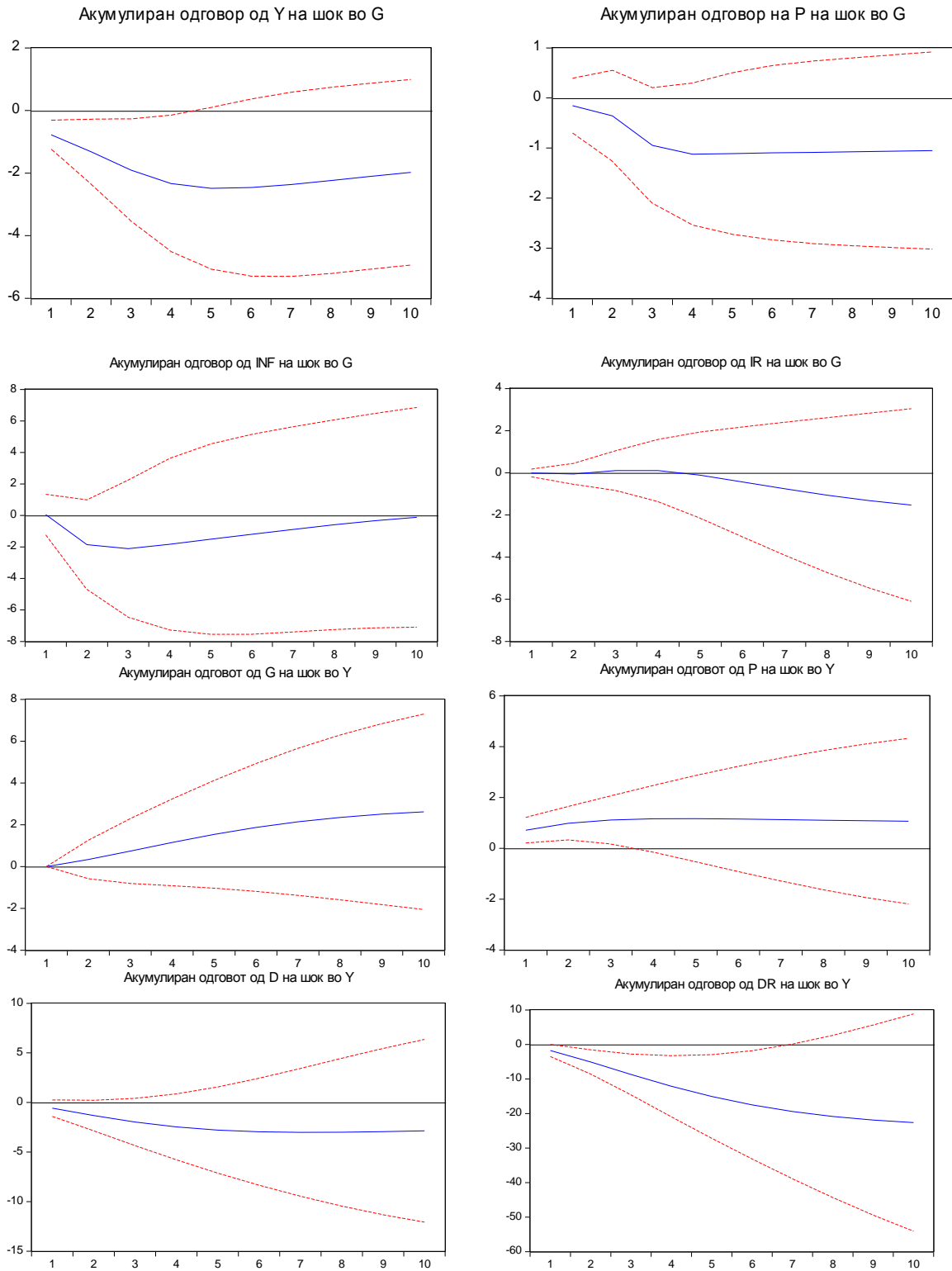
Акумулятиран одговор од P на шок во DR



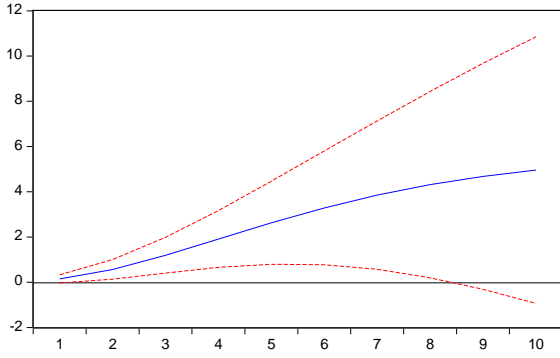


**Слика бр. 5.12**

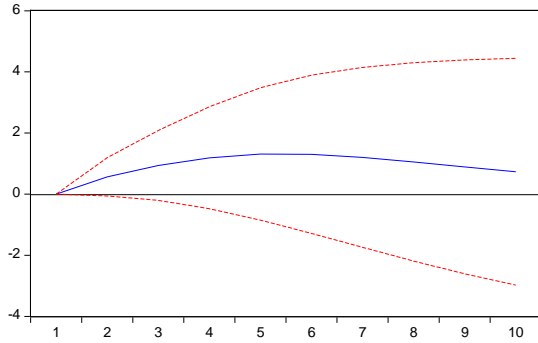
***Cholesky редослед: G, Y(аутомнум јаз), P, D, INF, DR, IR – Период: 2006k1 – 2011k4***



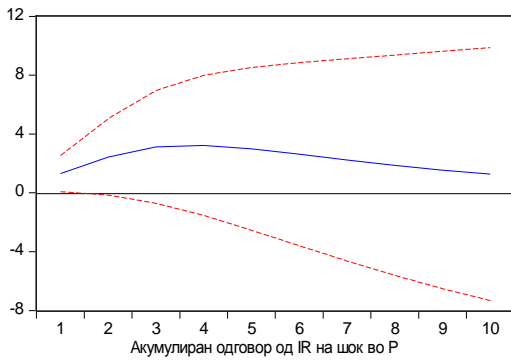
Акумулиран одговор од IR на шок во Y



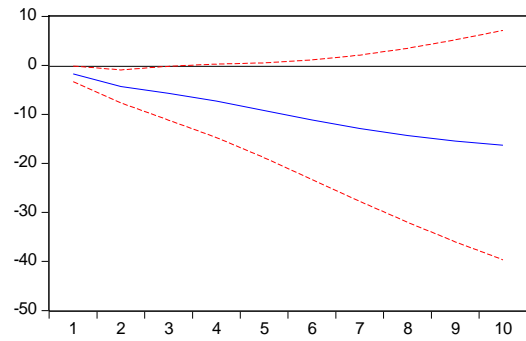
Акумулиран одговор од Y на шок во P



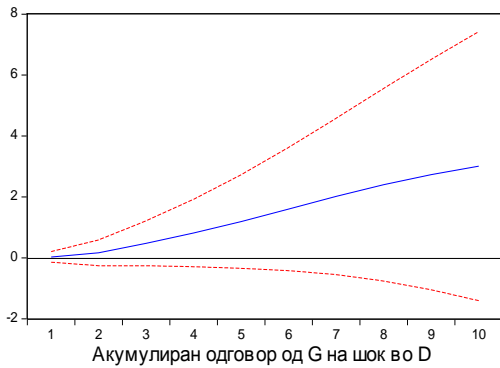
Акумулиран одговор од INF на шок во P



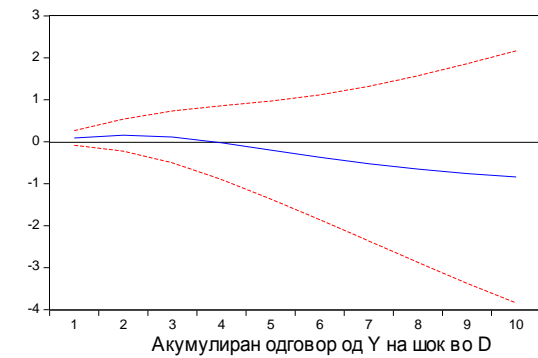
Акумулиран одговор од DR на шок во P



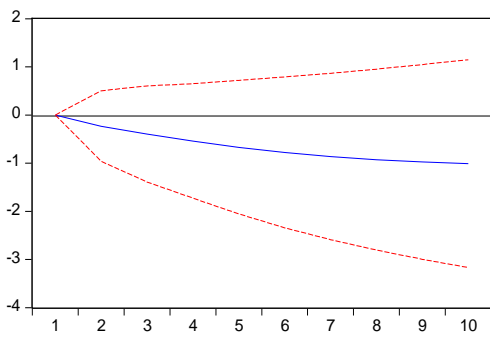
Акумулиран одговор од IR на шок во P



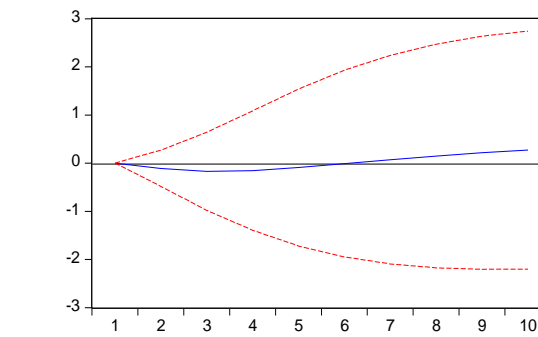
Акумулиран одговор од IR на шок во D



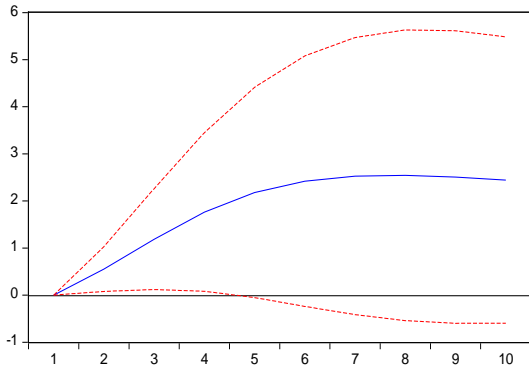
Акумулиран одговор од G на шок во D



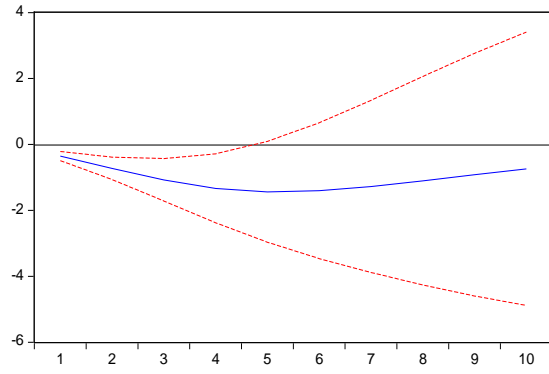
Акумулиран одговор од Y на шок во D



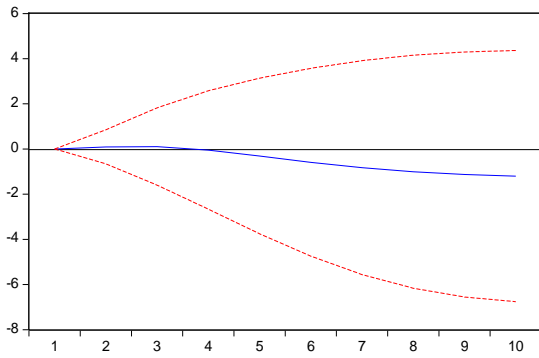
Акумулятиран одговор од Y на шок во INF



Акумулятиран одговор од IR на шок во INF



Акумулятиран одговор од D на шок во INF



Акумулятиран одговор од P на шок во DR

