

Borce *TRENOVSKI*

**THE KEY MACROECONOMIC POLICIES
IN TERMS OF THE GLOBAL ECONOMIC
CRISIS**

Skopje, 2013

Рецензенти:

Проф. д-р Горан Петрески
Проф. д-р Методија Стојков

Лектура:

Верица Неделковска

Печатница: АЛМА

CIP - Каталогизација во публикација

Национална и универзитетска библиотека "Св. Климент Охридски", Скопје

336.02:338.124.4-027.511

338.23:336.74]:338.124.4-027.511

ТРЕНОВСКИ, Борче

Креирање на клучните макроекономски политики во услови на глобалната економска криза / Борче Треновски. - Скопје : Центар за економски анализи - ЦЕА, 2013. - 166 стр. : граф. прикази ; 25 см

На стр. 2: The key of macroeconomic policies in terms of the global economic crisis / Borce Trenovski. - Фусноти кон текстот. - Библиографија: стр. 277-296

ISBN 978-608-4731-01-6

I. Trenovski, Borce види Треновски, Борче

а) Фискална политика - Глобална економска криза б) Монетарна политика - Глобална економска криза

COBISS.MK-ID 94967818

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

СОДРЖИНА

Кратенки	10
ПРЕДГОВОР	13

Глава I

Теоретската фундираност на економските циклуси и клучните макроекономски политики

1.1. Однос меѓу економската теорија, економската политика и економската практика - основа за замена на економските парадигми	24
1.2. Кејнзовото разбирање и одговор на економските циклуси (кејнзијанска револуција)	29
1.2.1. Кејнзијанска револуција во разбирањето на економската активност и економските циклуси.....	29
1.2.2 Економска политика фундирана на Кејнзовото учење – државна интервенција во справувањето со економските циклуси.....	32
1.3. Монетаристички погледи за економските циклуси и монетаристичката економска политика (правила VS дискреција)	35
1.3.1. Улогата на монетаризмот во разбирањето на економските флукутации.....	35
1.3.2. Монетаристичката економска политика и нејзината примена во справувањето со економските циклуси.....	38
1.4. Економските циклуси во учењето на новата класична макроекономија (школа на рационални очекувања)	41
1.4.1. Новата класична макроекономија за економското окружување и економските флукутации.....	41
1.4.2. Економската политика на новата класична макроекономија – неефикасност на економската политика во справувањето со економските циклуси.....	43

1.4.3. Теорија на реалните бизнис-циклуси.....	45
1.5. Економските циклуси во учењето на новите кејнзијанци (микроекономски фундаменти на кејнзијанизмот).....	47
1.5.1. Новите кејнзијанци за факторите кои генерираат економската нестабилност.....	47
1.5.2. Економска политика на новите кејнзијанци – номинални и реални ригидности на платите и цените.....	49
1.6. Можности за синтеза на доминантните макроекономски теории и политики како солидна основа за ефикасно справување со флукуациите на економската активност.....	51
1.6.1 Можности за синтеза на алтернативните теориски концепции на макроекономската политика.....	51
1.6.2 Избор на оптимална макроекономска концепција и политика (ситуационен пристап)	54

Глава II

Глобалната економска криза

2.1. Економските кризи.....	61
2.1.1. Анализа на економските кризи.....	61
2.1.2. Видови економски кризи.....	63
2.1.3. Осврт на најважните економски кризи во XX и XXI век.....	66
2.1.3.1 Големата депресија	67
2.1.3.1.1 Причини за Големата депресија.....	67
2.1.3.1.2 Монетарната политика во Големата депресија	68
2.1.3.1.3 Мерки за излез од кризата.....	69
2.1.3.1.4 Последици од Големата депресија.....	70
2.1.3.2. Осврт на поважните економски кризи во XX и XXI век	71
2.1.4 Глобалната економска криза VS Големата депресија – лекции за денешната економска теорија и политика	76
2.2. Глобалната економска криза.....	80
2.2.1. Причини за настанување и еволуција на Глобалната економска криза.....	80

2.2.2. Сличности со претходните економски кризи..	80
2.2.3. Причини за Глобалната економска криза.....	82
2.2.3.1. Дебалансите во глобалната економија.....	84
2.2.3.2. Релаксираната монетарна политика	85
2.2.3.3. Дерегулацијата и неадекватната регулатива и супервизија во финансискиот систем.....	87
2.2.3.4. Современата финансиска архитектура и односи.....	88
2.2.3.5. Меурот на пазарот на недвижности.....	90
2.2.4. Еволуција на глобалната економска криза - канали и механизми на трансмисија	92
2.2.5. Последици од Глобалната економска криза на глобалната економија.....	95
2.2.5.1. Ефекти врз финансискиот сектор.....	95
2.2.5.2. Ефекти врз реалниот сектор.....	99
2.2.5.2.1. Економска активност.....	99
2.2.5.2.2. Инфлација.....	102
2.2.5.2.3. Невработеност.....	104
2.2.5.3. Ефекти врз надворешниот сектор.....	106
2.2.5.4. Ефекти врз фискалниот сектор.....	112
2.2.6. Глобалната економска криза – предизвик за економската теорија и политика.....	115

ГЛАВА III

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

3.1 Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во САД.....	121
3.1.1. Одговор на монетарната политика	122
3.1.1.1. Конвенционален одговор.....	122
3.1.1.2. Неконвенционален одговор	125
3.1.2. Одговор на фискалната политика – економски стимулации и интервенции во финансискиот сектор.....	130
3.1.2.1. Одговор на економската криза – економски стимулации.....	131

3.1.2.2. Интервенции во финансискиот сектор – одговор на финансиската криза	138
3.2. Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во ЕУ.....	145
3.2.1. Одговор на монетарната политика	146
3.2.1.1. Конвенционален одговор.....	148
3.2.1.2. Неконвенционален одговор.....	150
3.2.2. Одговор на фискалната политика	157
3.2.2.1. Одговор на економската криза.....	157
3.2.2.2. Интервенции во финансискиот сектор – одговор на финансиската криза	162
3.3. Последиците од Глобалната економска криза, трансмисијата и одговорот на економските политики во земјите во развој и транзиционите економии – генерална рамка	167

Глава IV

Дизајнирање на клучните макроекономски политики во услови на Глобалната економска криза

4.1 Клучните макроекономски политики - одговор на Глобалната економска криза.....	175
4.1.1. Глобалната економска криза – одговор на економската политика.....	175
4.1.2. Улогата на монетарната политика во услови на Глобалната економска криза.....	179
4.1.3. Улогата фискалната политика во услови на Глобалната економска криза.....	187
4.1.4. Улогата макропрudentните политики во услови на глобалната економска криза.....	196
4.2. Стратегии за напуштање на активната макроекономска политика во услови на криза – излезни стратегии.....	202

4.2.1. Излезни стратегии за монетарната политика.....	204
4.2.2. Излезни стратегии за фискалната политика.....	207
4.2.3. Излезни стратегии од интервенциите во финансискиот сектор.....	212
4.3. Лекции научени од глобалната криза и импликации за креирањето на макроекономската политика.....	214
4.3.1. Лекции за монетарната политика.....	216
4.3.2. Лекции за фискалната политика.....	227
4.3.3. Лекции за регулативата, супервизијата и редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура.....	234
4.3.3.1. Лекции за редизајнирање на регулативата и супервизијата.....	235
4.3.3.2. Лекции за редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура.....	237
4.4. Економската теорија, економската политиката и економската практика – затворање на кругот.....	239
4.5. Економската теорија и политика на крстопат – Што понатаму?.....	244
ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА.....	247
АНЕКС	263
КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА.....	277

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
НБРМ- 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

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

ПРЕДГОВОР

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

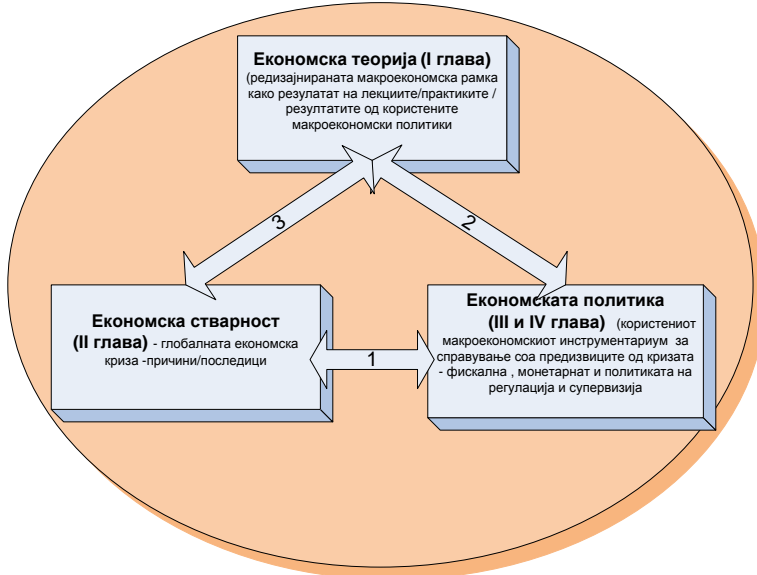
фискални политики (посебно кај економиите со доволен фискален простор) и нивната улога во стабилизирање/стимулирање на економската активност. Во услови на криза од вакви размери, која преку финансиските канали навлегува длабоко во организмот на економија и ги зафаќа сите сектори, процесот на заздравување 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, на бројни дебати и конференции, па и во ова наше дело.

Предметот на истражување на оваа книга 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. Во оваа насока *основната цел претставува* 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 да ја оствариме целта која си ја поставуваме и да го осветлиме оваа подрачје од економската наука поставуваме неколку задачи, односно прашања на кои оваа книга треба да даде одговор:

- ▶ Кои се теоретските фундаменти на клучните макроекономски политики, каква е поврзаноста на теоријата со економската политика и практика со посебен осврт на економските циклуси и да се утврди колкава е 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;
- ▶ кои се причините и виновниците за појавувањето на денешната глобална економска криза, начинот на нејзината трансмисија и какви се последиците од неа врз глобалната економија;
- ▶ 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;
- ▶ кои се главните лекции/препораки што треба да се имаат предвид при редизајнирање на рамката на макроекономската политика по кризата со цел успешно справување со вакви предизвици во иднина;
- ▶ 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.

Водејќи се од поставените задачи/цели целокупната материја која е предмет на анализа и обработка ќе биде систематизирана во четири одделни делови. Деловите ја следат логиката на првата точка од книгата: Однос меѓу економската теорија, економската политика и економската практика – основа за замена на економските парадигми. Во оваа насока, овој однос претставува крвоток на економската наука и согласно него ќе бидат анализирани предизвиците и промените што ги наметна глобалната економска криза. Генералниот преглед на деловите/главите, согласно нивната припадност кон овој однос, се прикажани подолу.

Структура на книгата



Во првата глава, „**Теоретска фундираност на економските циклуси и доминантните макроекономски политики**“, најпрвин е 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 се разработени најпрвин погледите и сфаќањата на доминантните макроекономски теории за флукуациите на економската активност (економските циклуси), а потоа се 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 вкрстување, 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 посебно е 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 нашевидување 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, **„Креирање на клучните макроекономски политики во услови на глобалната криза – САД, ЕУ и земјите во развој“**, го претставуваме конкретниот/практичниот одговор на економските политики 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.

Во четвртата 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 книга, 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 имаа 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 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.

Научниот придонес што во оваа област би го имала оваа книга почива на неколку столбови:

- ✓ **Придонес за економската теорија** - Заокружување една целина во која се 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, 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 редизајнирање 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;

При пишувањето на книгата се соочивме со бројни ограничувања:

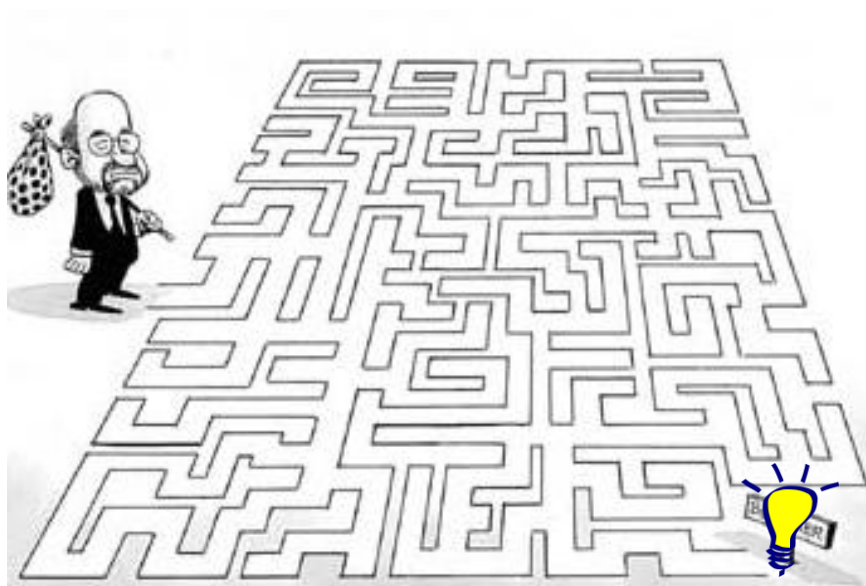
Кога како предизвик за пишување на дело кое за цел има поставено да направи анализа на економската теорија, практика и политика во контекст на глобалната криза, како прво ограничување што се наметнува е „океанот“ од литература што постои за оваа област на истражување. Во оваа насока се поставува прашањето како огромното подрачје кое го покриваме и „океанот“ од литература што поефикасно да се насочат кон исполнување на целта и задачите кои се поставени да се постигнат со книгата. „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 книгата најпрвин правиме осврт на различните ставови, а потоа формулираме наш став/мислење/препорака (за причините на кризата, последиците, предизвиците, лекциите од кризата итн.). Третото ограничување се однесува на тоа дека 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 книгата) кои произлегоа од глобалната криза е скоро невозможна мисија или мисија за голем број истражувачи и бројни анализи, книги дебати (токму затоа во делот на економската политика се одлучивме врз основа на бројни истражувања, искуства, факти и сознанија од економската теорија да понудиме лекции за дизајнирање на макроекономската рамка по кризата). Исто така, треба да се има предвид дека, иако стивнат, жарот од глобалната економска криза сè уште не е изгаснат и оваа книга се пишува во време кога овие настани сè уште немаат финална завршница, што ќе ни овозможи послободно давање заклучоци. Иако покрај овие најопшти ограничувања што кои ги даваат границите на нашата книга, 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“, 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 книгата; 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 флукутации, економска нестабилност итн. Понатаму во текстот се одлучивме најчесто да го користиме изразот „економски циклуси“ и во некои случаи „разблажената“ варијанта – „економски флукутации“.

ГЛАВА I

ТЕОРЕТСКАТА ФУНДИРАНОСТ НА ЕКОНОМСКИТЕ ЦИКЛУСИ И КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ



„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)¹. 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 зауздување 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 табора, туку постојат разлики и во рамките на самите економски табора 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 заузда 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 ќе бидат: најпрвин, да се анализира односот на економската теорија, економската политика и економската практика со цел

¹ 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'.

да се разбере механизмот преку кој економските циклуси (економската 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 флукуации².

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).

Кога се разработува односот помеѓу економската теорија, економската политика и економската практика, неизбежно е да ја спомнеме

² Поради обемноста на материјата и ограничениот простор, останатите концепции за економските циклуси (Марковата теорија за економските кризи, Кондратиевите 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.

замената на парадигмите³ 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)⁴ теоретските концепции ја докажуваат својата издржаност и научна заснованост⁵. 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 науката⁶ 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 неvistини 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 *Лакатosh* (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 револуции⁷. Друг пристап кој е интересен да го спомнеме во овој контекст е *релативистичкиот пристап*

³ 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).

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

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

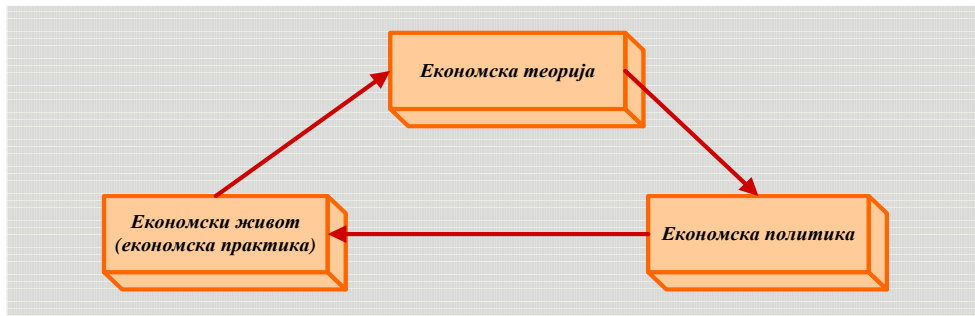
⁶ Тоа подеднакво се однесува и на економската наука.

⁷ 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).

(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)⁸. Покрај нив, можеме да наведеме и други пристапи⁹ 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)¹⁰. 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 теории¹¹ 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 практика¹² во овој случај, врската е

⁸ Овој пристап е карактеристичен за институционалистите, претставниците на историската школа и марксистите.

⁹ 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).

¹⁰ Според некои мислителци, идеите се градители на сегашноста и предвесници на иднината (Стојков, 2008).

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

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

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.;¹³ Од друга страна, економската теорија има силно влијание врз економската практика (економската стварност).¹⁴ 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.¹⁵ 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)¹⁶. 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

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

¹⁴ Се разбира, преку мерките и инструментите на економската политика.

¹⁵ 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.

¹⁶ Покрај економската теорија постојат и други фактори – политиката, идеологијата итн..

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 разнишана 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; Screpanati 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,¹⁸ 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 невработеност¹⁹.

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 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

¹⁸ Овој поим денес е најблизок до поимот агрегатна побарувачка во услови на затворена економија

¹⁹ Неопходноста за управување на економските политики практично се увидува од појавата на Кејнз.

смисла²⁰ (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.²¹

Основен макроекономски проблем во времето на Кејнз била борбата со невработеноста и во тој контекст се појавила неговата општа теорија на вработеноста²² (концептот за несакана невработеност). За да се одржува високо ниво на вработеност треба да се поттикнува ефективната побарувачка²³ 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

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

(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 *Општата 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),²⁴ 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 заблуди“, а Хајек бил убеден дека Кејнз „фундаментално се лажел“ (поопширно види кај Стојков, 2008, стр. 289 – 291; Ćirovič, 1997, стр. 177 – 187).

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

²¹ Нобеловецот Џорџ Акерлоф и професорот Роберт Шилер тврдат дека, според Кејнз, animal spirits се главна причина за економските флукутации.

²² 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.

²³ Која има централно место во Кејнзовата теорија на вработеноста.

²⁴ Кејнз бил напаѓан и од страна на левицата (нарекуван заштитник на капитализмот) и од страна на десницата (нарекуван социјалистички реформатор).

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 денес²⁵ 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 формираните 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 потребно да постои регулатор (државата) кој ќе ги коригира неуспехите 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

²⁵ Спасот на целиот систем повторно (по она во 1929-33) се побара во прегратките на кејнзијанската струја?

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.²⁶ 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,²⁷ таа смета дека и монетарната политика од своја страна треба да ја поддржува и поттикнува економската активност. На пример, Филипсовата крива покажува дека експанзивната монетарна политика, иако резултира со пораст на инфлацијата, води и до намалување на невработеноста.

Кејнзијанците сметаат дека монетарниот сектор е од секундарно значење,²⁸ па затоа и неговото влијание е индиректно преку влијанието на монетарната политика на формирањето на каматните стапки на ниско

²⁶ Во кејнзијанската економија се смета дека е понормално финансирањето преку обврзници.

²⁷ Која, според нив, има главна улога во динамизирањето на стопанските процеси.

²⁸ Клучно значење има реалниот сектор.

ниво,²⁹ 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 ендоген 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 пари³⁰ - 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. Капитализмот ја надмина кризата, а Кејнз остана да се слави како спасител на системот (поопширно кај Sweezy, 1972).

Иако кејнзијанската економија настанала во Велика Британија³¹ (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 размена³² и затоа што тогаш во САД постоеле поголеми можности за манипулирање со фискалната политика (во почетокот на 1960-тите години во САД

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

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

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

³² Кејнзијанизмот иницијално е поставен како концепт за затворена економија.

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 до крајот на 1960-тите години³³ (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.³⁴ Затоа, појавувањето и силното

³³ На широката 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.

³⁴ 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.

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):³⁵

➤ 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.³⁶

➤ 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.³⁷ Монетаристите прават разлика помеѓу краток и долг рок – парите не се неутрални на 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.

³⁵ 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, str. 147 – 156), Славески (1989, стр. 53 -59).

³⁶ Кој има многу помали осцилации од тековниот доход и агрегатната побарувачка.

³⁷ 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.

➤ 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 депресии. 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 тестирали 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 начин³⁸ (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 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

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

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).³⁹
- 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.

³⁹ 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 [$ms = 3\% + (u - u^*)$]. Најголем број монетаристи сепак се залагаат за адаптивни правила, чијашто суштина се гледа во постепено прилагодување на новите околности.

- 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 флуктуации

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 (Ekonomiska 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 Wyparczyk, 1994, стр. 188 – 195; Revankar, 1980; Dimitrijević 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.⁴⁰ 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 потполно предвидување (постоенето рационални очекувања) е посебен случај⁴¹ (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

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

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

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 Wallace, 1976).

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; Dimitrijevič 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 политика⁴² - 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 Wallace 1976; Lucas, 1976; Lucas, 1972 и др.)

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 правила⁴³, затоа што со правилата се обезбедува помало отстапување на реалните варијабли од долгорочниот тренд – што е цел на стабилизационата политика⁴⁴.

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,

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

⁴³ 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.

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

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 монетаристичкото видување 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 „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 макроекономските 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 маргиналните 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-циклуси⁴⁵

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 век⁴⁶ кога Кидланд, Прескот, Плесер и др. понудиле потполно ново објаснување за флукуациите од конвенционалното кое го застапувале кејнзијанците, монетаристите и

⁴⁵ 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); Dimitrijević i dr. (2001), Snowdon and Vane (2005b, стр. 93 – 97), Snowdon, and Vane (2005, стр. 294 – 344), Snowdon, Vane and Wyparczyk (1994, стр. 236 – 279).

⁴⁶ 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.

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?

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.⁴⁷. 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. Постоенето на флукуации на општествениот бруто-производ не значи неспособност за чистење на пазарите, туку претставува флукуација на природната стапка на производот. Така, постоењето на 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.

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

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
- ✓ 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 некејнзијанска 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; Snowdon, 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; Snowdon, 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 рок⁴⁸ (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 неуспехите на пазарот.

Новите кејнзијанци, за разлика од кејнзанизмот, 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):

⁴⁸ Импликациите на т.н. хистереза се особено присутни во доменот на пазарот на труд.

-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;

-постоенето 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 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 макроекономските 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 вработеноста⁴⁹, така што е неопходна државна интервенција која би ја водела економијата кон полна вработеност⁵⁰. 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 шоките 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 конкуренција⁵¹ (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.⁵² 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.⁵³

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

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

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

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

⁵² 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).

⁵³ Во случај на поблагии 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.

индексирани на база на антиципираната економска политика и поединците не прават систематски грешки, може да се зборува за неефикасност на економската политика.

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.⁵⁴

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 Wyncarczyk, 1994, стр.330).

⁵⁴ 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.

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 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 нееекономски науки. Останува дилемата дали економистите треба да останат само на „економски терен“ или треба да се прават синтети вклучувајќи сознанија и од нееекономски 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 синтеза⁵⁵, Моделот IS – LM⁵⁶, Моделот „Шведско знаме“⁵⁷ и др.
- Некои познати синтети меѓу економска наука и разни нееекономски науки (Стојков, 2008, стр. 543-547): Економски социологизам⁵⁸, Клиометрија⁵⁹, Синтеза преку економетриски модели⁶⁰ и др.

Низ конфронтација на разните школи на економската мисла, а посебно меѓу доминантните школи, продолжува процесот на нивно приближување и

⁵⁵ 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).

⁵⁶ 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 Wyparczyk, 1994, стр. 90 – 100; Трпески, 2005, стр. 26 -36).

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

⁵⁸ Синтеза помеѓу економијата и социологијата. Негови елементи се сретнуваат кај неоинституционализмот, новата институционална економија, неомарксизмот и сл.

⁵⁹ 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.

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

градење стандардни знаења за економскиот живот (стандардна економска наука). Притоа, значителен придонес даваат одредените синтези, 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 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), ние 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 окружување), 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 окружување 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:⁶¹ карактерот на пазарниот систем, клучниот проблем, компетентноста на владата, очекувањата на поединците и нивното вкрстување, сугерира избор на одредена теориска концепција на економската политика.⁶² 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 очекувања⁶³ и ситуација во која имаат адаптивни очекувања.⁶⁴ 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.

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

⁶² 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).

⁶³ Се мисли на благата варијанта на рационалните очекувања.

⁶⁴ 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.

Табела 1.1 – Алтернативи во ситуациониот модел на економска политика

	се самоурамнотезува во краток рок	моментално се самоурамнотезува	не се самоурамнотезува	
<i>Компетентна влада</i>	А	Б	В	<i>Инфл.</i>
<i>Некомпетентна влада</i>	Г	Д	Ѓ	<i>Невработ.</i>
	<i>Рационални очекувања</i>	<i>Рационални очекувања</i>	<i>Рационални очекувања</i>	
	се самоурамнотезува во краток рок	моментално се самоурамнотезува	не се самоурамнотезува	
<i>Компетентна влада</i>	Е	Ж	З	<i>Невработ.</i>
<i>Некомпетентна влада</i>	С	И	Ј	<i>Инфл.</i>
	<i>Адаптивни очекувања</i>	<i>Адаптивни очекувања</i>	<i>Адаптивни очекувања</i>	
	се самоурамнотезува во краток рок	моментално се самоурамнотезува	не се самоурамнотезува	
<i>Компетентна влада</i>	К	Л	Љ	<i>Невработ.</i>
<i>Некомпетентна влада</i>	М	Н	Њ	<i>Инфл.</i>
	<i>Рационални очекувања</i>	<i>Рационални очекувања</i>	<i>Рационални очекувања</i>	
	се самоурамнотезува во краток рок	моментално се самоурамнотезува	не се самоурамнотезува	
<i>Компетентна влада</i>	О	П	Р	<i>Инфл.</i>
<i>Некомпетентна влада</i>	С	Т	Ќ	<i>Невработ.</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 самоурамнотезува, кога клучен проблем претставува невработеноста, кога постојат адаптивни очекувања и компетентна влада. Монетаристичка ситуација (С) постои во услови кога пазарот се самоурамнотезува 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.⁶⁵ Ова не ја исклучува можноста во овие ситуации економската политика да биде фундирана на комбинација од економски концепции, кои најдобро би ги 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

⁶⁵ 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.

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, несовершената 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.

Глава II

ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА



*„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 Кондратијеви 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.⁶⁶

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 важност е структурната промена (промени во економската

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

теорија и политика)⁶⁷, 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 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).

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

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.⁶⁸ 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 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

⁶⁸ 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.

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)⁶⁹. 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).

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

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

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. Барро и Урсуа 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 левериџот 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, ограничениот простор и желбата што поконцизно да ја доловиме проблематиката, ние во оваа глава ќе се обидеме да дадеме краток осврт на Големата депресија од 1930 г.⁷⁰ 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).

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

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

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 (Prašević, 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.⁷¹

Најголем број економисти кои ги анализираат главните причини за појавата на Големата депресија (Фридман, Кругман, Галбрајт) во прв план ги посочуваат рестриktivната 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 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

⁷¹ Постоенето 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.

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 (Prašević, 2009; Jakšić, Prašević 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 овозможила 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; Snowdon, 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>Нафтената криза и стагфлацијата во 1970-тите (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>Должничката криза во Латинска Америка (види</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</p>

<p>поопширно: P astor Jr., 1989; Devlin and Davis, 1995; Bértola and Ocampo, 2012)</p>	<p>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 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>Јапонската криза во 1980/90-тите (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 релаксираа 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,</p>

	<p>монетарната политика влезе во ликвидносна замка и јапонската економија цели десет години не се ослободи од економската депресија.</p>
<p>Скандинавските кризи (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>Финансиската криза во Русија (види поопширно: Peroti, 2001; Suppel, 2003; Popov, 2011; Orlova and Romanov 1999)</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 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</p>

	<p>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>Азиската криза</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 енормно 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</p>

	<p>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 колапс⁷².</p>
<p>„Дот-ком“ кризата во САД (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>Аргентинска та економска криза (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</p>

⁷² 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.

– 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 трансата од 1,3 милијарди долари и бараше кратење 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.

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 нашата книга 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 забораваат и треба да бидат водилка за креаторите на економската политика.

Лекциите што можат да се извечат 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 заздравување на економијата оди заедно со заздравувањето 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 заздравување – креирање нови работни места, поволни услови и поддршка на бизнисите итн.

Петта лекција: Глобалната експанзивна политика ги дели и придобивките и товарите од економското заздравување – Голем број автори потврдија дека напуштањето на златниот стандард и зголемувањето на домашната понуда на пари беа клучни фактори кои генерираа заздравување 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

2.2.1. Причини за настанување на 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, покренaa нови прашања за потеклото и причините на економската криза и пазарниот механизам што ги поддржува и пропагира.

2.2.2. 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 левериџот 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 заеми⁷³ 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 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.

⁷³ Маргинални заеми се заемите земено 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.

2.2.3. Причини за настанување и еволуција 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 Megrouche 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 не 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).

Табела бр. 2.1. - Структура на причините за Глобалната економска криза	
Главни причини	Структура
Глобалните дебаланси во светската економија	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.
Дерегулацијата и регулацијата на финансиските пазари и институции	<ul style="list-style-type: none"> - Легислативата за дерегулација; - Релаксирана регулатива на левериџот (дозволувајќи инвестициските банки да работат со компании со висок левериџ); - Фрагментирана регулација на финансиските институции; - Непостоење регулатор за системскиот ризик (банкарството во сенка, хец-фондови, небанкарските дилери на финансиски деривати итн.).
Новата финансиска архитектура	<ul style="list-style-type: none"> - Секјуритизација - Рејтинг-агенциите - Банкарството во сенка - Вонбилансното финансирање - Финансиските иновации и нивната комплексност - Неуспехот на системите за управување со ризикот - Прекумерниот левериџ
Меурот на пазарот на	- Невнимателно издавање хипотеки;

недвижности	<ul style="list-style-type: none"> - Раст на цените (креирање меури) на пазарот на недвижности на неодржливо ниво; - Недостиг на транспарентност и одговорност во хипотекарното работење/финансии; - Иницирањето/насочувањето на банките да се вклучат во неспрудентно хипотекарно кредитирање од страна на државата за помош на групите со низок доход.
Други причини	<ul style="list-style-type: none"> - Човековите слабости/недостатоци (ограничена рационалност) - Несоодветните кумпјутерски модели - „Black Swan“ теоријата

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).

2.2.3.1. 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).

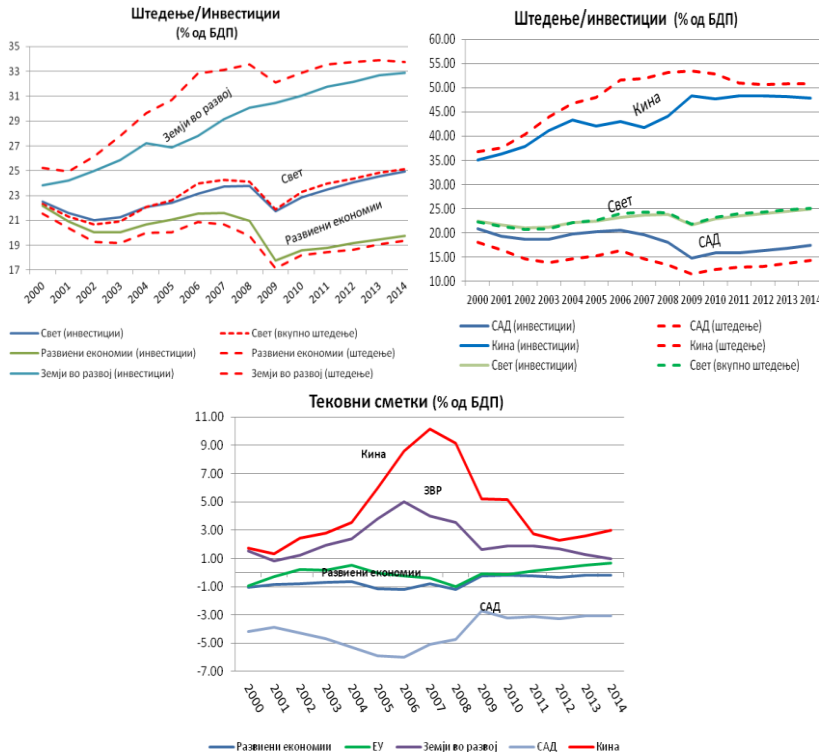
Прекумерната ликвидност на глобалните пазари на капитал ги потхранува големите дебаланси во тековните сметки помеѓу доминантните економии и региони во светот. Во овој случај, дефицитите на тековните сметки во развиените економии (најголем јаз меѓу штедењето и инвестициите има САД) се покриени со големи 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
бр. 2.3

Графикон бр. 2.2

Графикон



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).

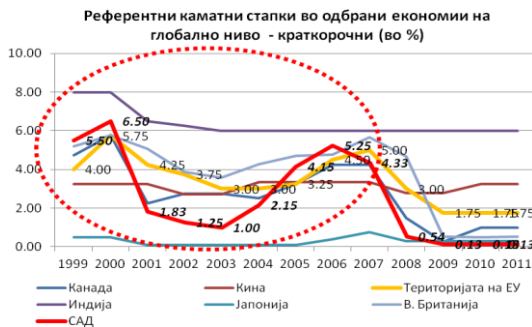
2.2.3.2. Релаксираната монетарна политика

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

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 Merrouche and Nier, 2010).

2.2.3.3. *Дерегулацијата 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 дерегулацијата. 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 олабаваат 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).

2.2.3.4. 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 инвеститорите⁷⁴.

⁷⁴ 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

-88-

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 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 енормно 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

финансиската структура и врските. Најголемиот број автори оваа група на причини за глобалната криза ја структурираат во повеќе групи.

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 синџирот 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 поттикнува *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 левериџот 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).

2.2.3.5. Меурот на пазарот на недвижности

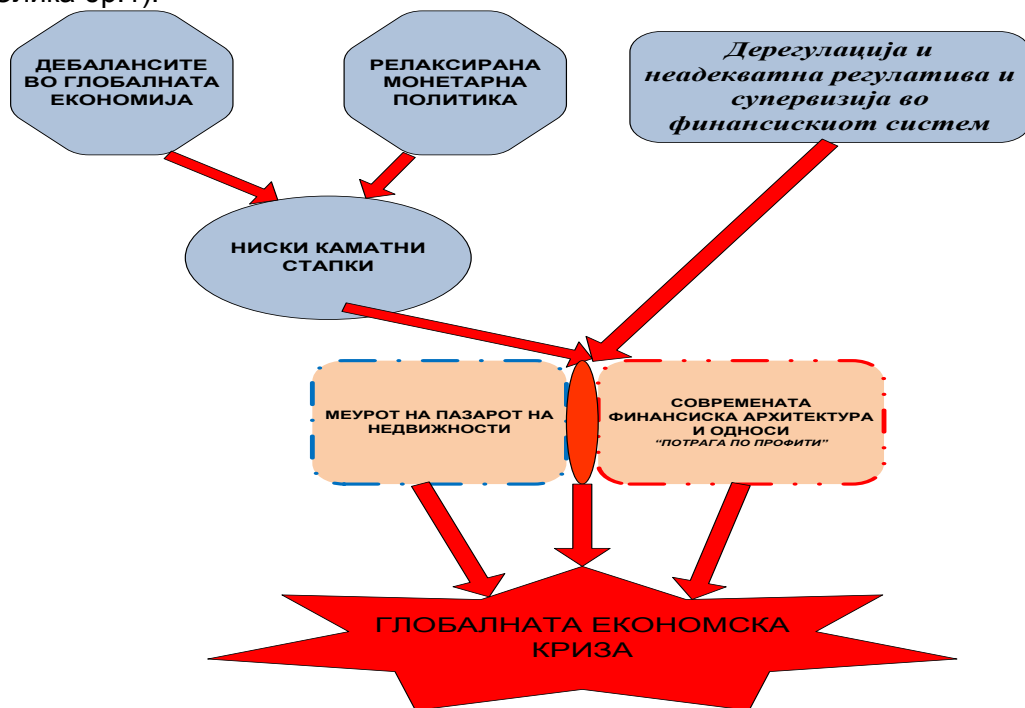
Може да се каже дека еден од главните проблеми кој претставуваше иницијална каписла за глобалната економска криза претставува меурот на пазарот на недвижности во САД и голем број други земји, како Шпанија, Ирска и Велика Британија. Причините што го креираа меурот може да се анализираат во поширока и 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 левериџот 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 олабаат 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

2.2.4. 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 механизми⁷⁵ (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 разнишаа 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,

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

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 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 Брадерс“ 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 контаминираниите 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)⁷⁶.

⁷⁶ 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 четвртата глава.

2.2.5. 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).⁷⁷

2.2.5.1. 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).

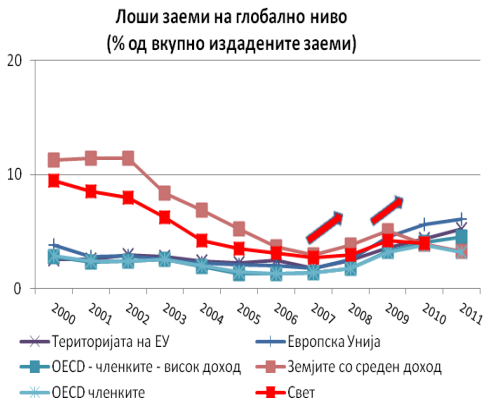
Како што финансискиот сектор може значајно да придонесе за брз економски раст, исполнувајќи ги неговите функции и функционирајќи ефикасно, исто така, не може да се отфрли констатацијата дека за неговото ефективно и ефикасно функционирање од пресудно значење е стабилноста на финансискиот систем. Финансиската 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 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

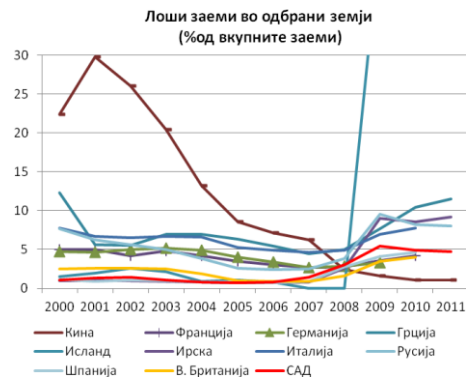
⁷⁷ Поради ограниченоста на просторот и ширината на оваа проблематика, анализата ќе биде фокусирана на групи земји или региони на глобално ниво без да се навлегува во конкретните причини и состојби на поединечните региони или земји и без претензии детално да се анализираат нивните движења по години. Табелите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

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 запрета 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



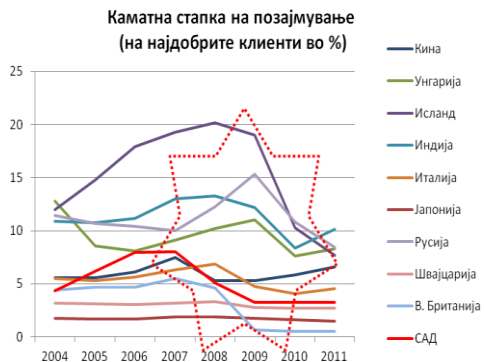
Извор: International Monetary Fund, Global Financial Stability Report

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.

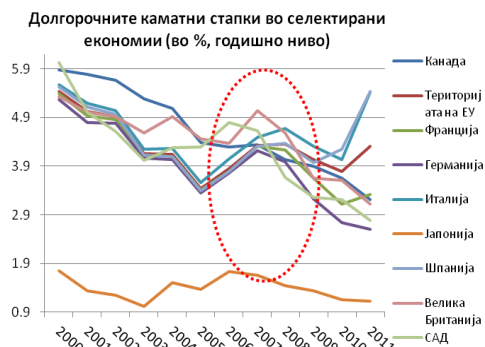
Лошата финансиска состојба во која се најдоа голем дел од финансиските институции влијаеше директно на двата столба кои ги движат финансиските ресурси – каматните стапки и критериумите/стандардите за финансирање. Практиката кај најголем дел од економиите во светот во последната деценија - да одржуваат 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

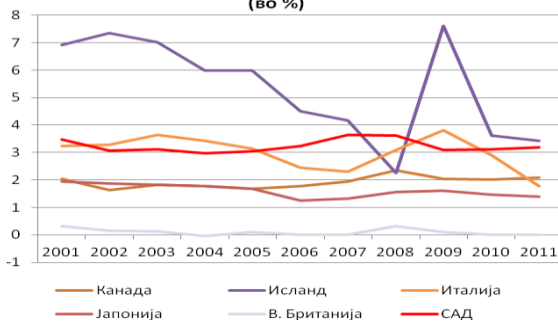


Графикон бр.2.9



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

Графикон бр 2.10 **позајмување**
(во %)



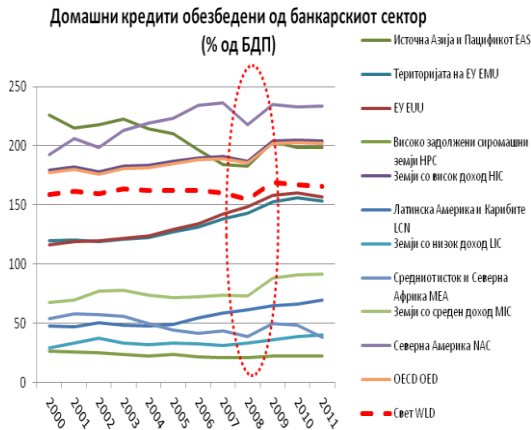
Извор: International Monetary Fund, International Financial Statistics database.

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

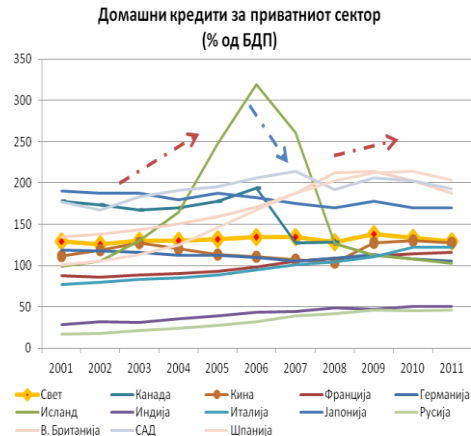
погледнат долгорочните каматни стапки во периодот 2010/2011 г., ќе се забележи дека тие остануваат забележително високи во ЕУ (посебно во Шпанија и Италија), што покажува присуство на продолжен ризик во регионот. На графиконот бр. 2.10 е прикажана премијата за ризик (каматната стапка дадена на првокласните 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



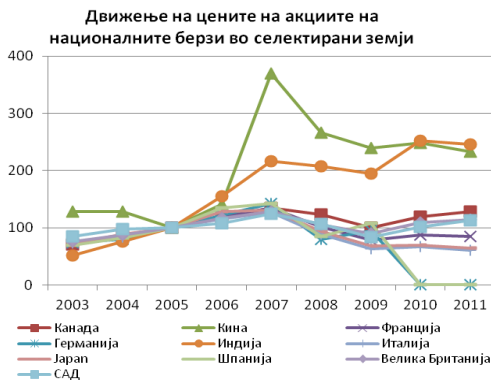
Извор: International Monetary Fund, International Financial Statistics, u World Bank and OECD GDP проценки.

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

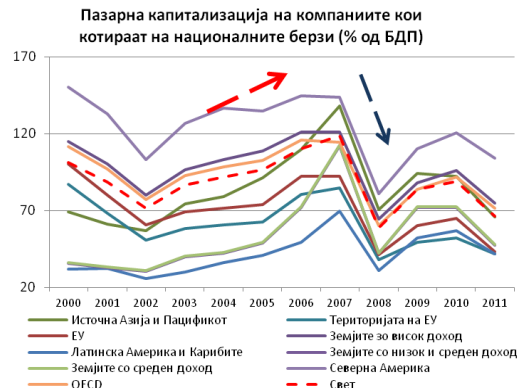
на домаќинствата и потрошувачката, додека намалената вредност на компаниите се одразува на нивната инвестициска активност. Тука не треба да се занемари и огромниот пад на цените на пазарот на недвижности кој, исто така, имаше значајно влијание на доходите и на кредитната способност на домаќинствата во 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 OECD. 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.

2.2.5.2. Ефекти врз реалниот сектор

2.2.5.2.1. 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

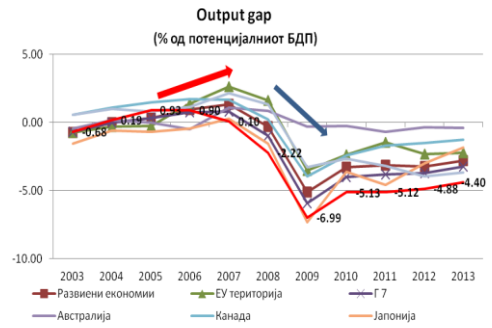
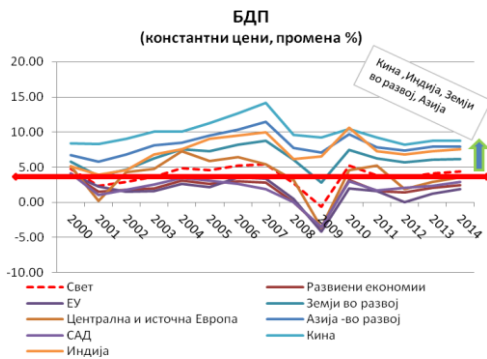
светот. Меѓутоа сите очекувања и претпоставки се срушија на 8 септември 2008 г., кога кризата влезе во акутна фаза со силни надолни притисоци на пазарите на хартии од вредност и недвижности, зголемена променливост на девизните курсеви, намалување на довербата во пазарите, како и контракција на побарувачката 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.

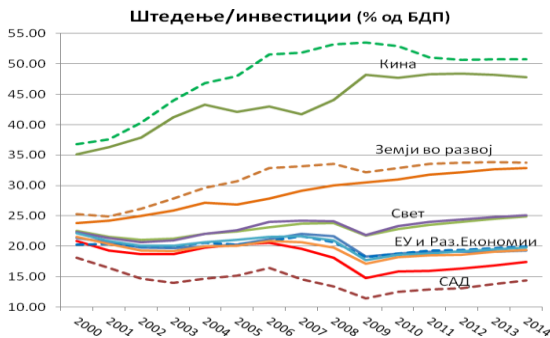
Графикон бр.2.15

Графикон бр.2.16



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

Графикон бр 2.17



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

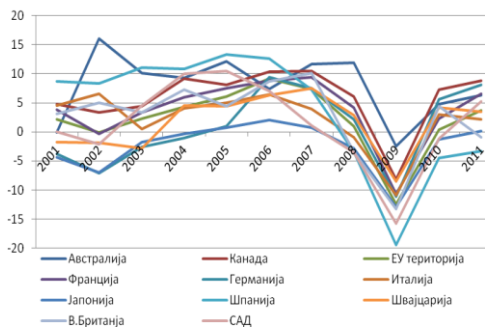
Од графиконот бр.2.15. се гледа

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

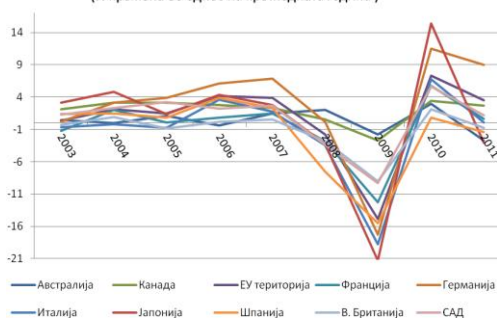
(3,5%) и развиените економии (3,65%). Сликата за движењето на економската активност ја надополнуваме со претставување на јазот во производството (види графикон бр.2.16) од кој уште појасно се гледа падот на економската активност, намаленото искористување на факторите на производство и процесот на закрепнување 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 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

Инвестиции во фиксни средства
(% промена во однос претходната година)

Графикон бр.2.19

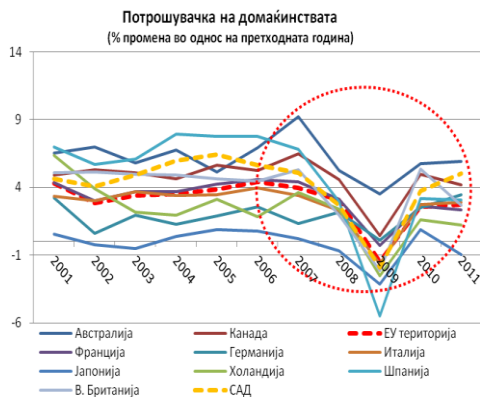
Индустриско производство
(% промена во однос на претходната година)

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).

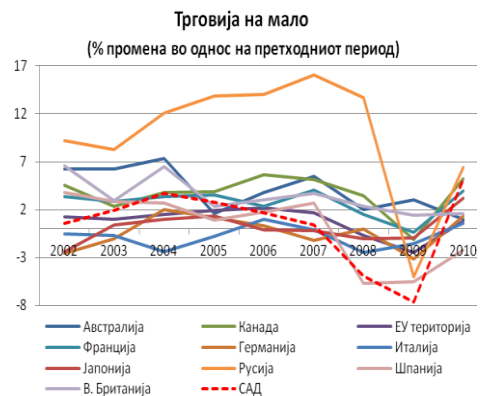
Ерозијата на богатството на граѓаните поради колапсот на цените на средствата, заострувањето на кредитните стандарди, намалената понуда на кредити, порастот на нивната цена и аверзијата кон ризик, несигурноста за иднината и зголемувањето на невработеноста имаа силно влијание на намалувањето на потрошувачката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

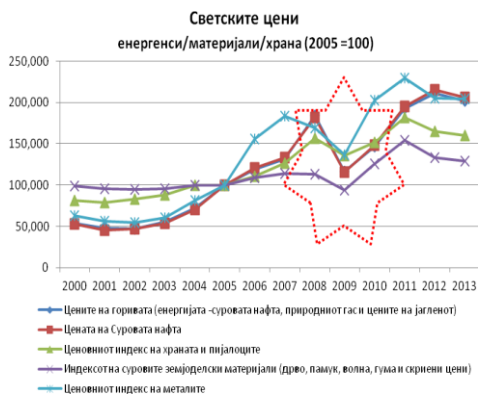
На графиконите бр. 2.20 и 2.21 се гледа порастот на потрошувачката на домаќинствата и трговијата на мало во периодот пред кризата, како и нивниот пад за време на кризата и бавното закрепнување по кризата. Најголем пад на потрошувачката имаат Шпанија (5,5%), Јапонија (3,1%), САД (1,8%), В. Британија (2,1%)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

2.2.5.2.2. 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 сировини на меѓународните пазари (47 од нив не се извозници на нафта), а за голем дел од останатите економии во развој, приходот од извозот на сировини 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



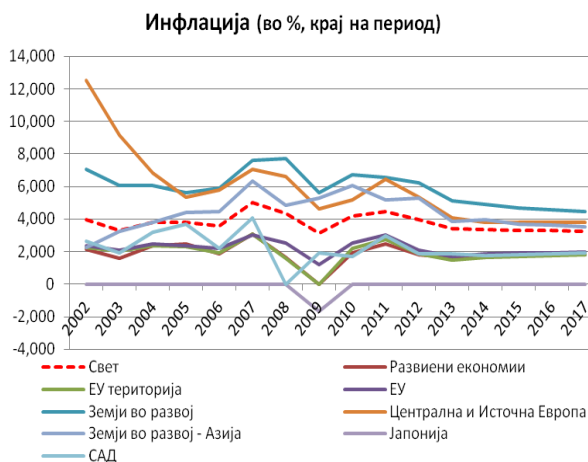
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

Графикон бр. 2.23



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

Графикон бр. 2.24



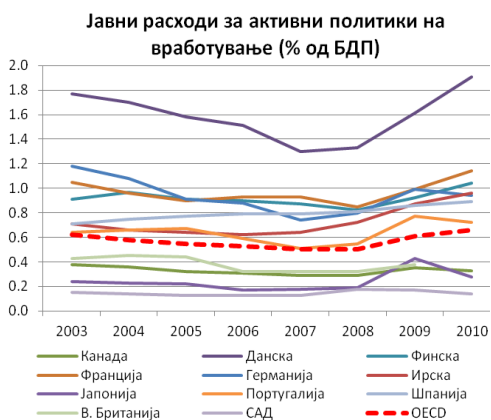
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

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 анализираниите 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).

2.2.5.2.3. Невработеност

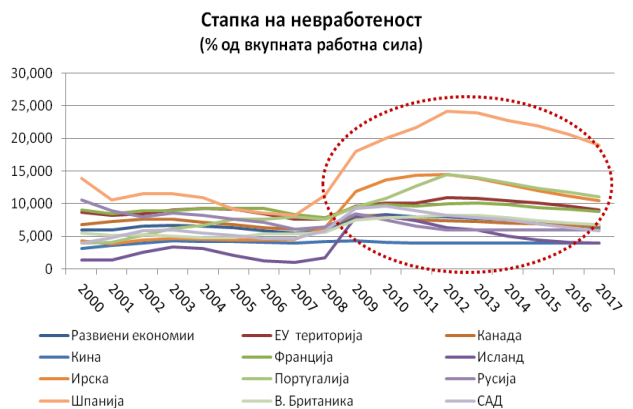
Падот на глобалната побарувачка, намалувањето на инвестициската и економската активност, колапсот на голем број финансиски институции, неизвесноста за идните економски движења, како и активните политики на државите за стимулирање на побарувачката и вработеноста се главните варијабли кои го детерминираат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

Графикон бр. 2.25



Извор: OECD Employment and Labour Market Statistics (database)

Графикон бр. 2.26



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

во економиите во услови на Глобалната економска криза.

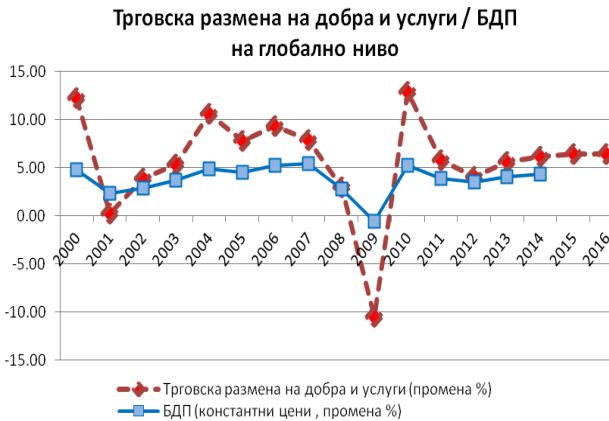
Вообичаено, компаниите и бизнисите реагираат на падот на економската активност со промена во нивото на вработеноста само доколку нивните перцепции за идните економски движења се исклучително негативни. Во прв план, при пад на побарувачката компаниите реагираат со задржување на постојното ниво на вработеност 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 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%).

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, информации за слободни работни места и бесплатна преквалификација итн., што придонесе во спречувањето на падот на вработеноста, иако претставуваа скроман товар на буџети во кризни услови⁷⁸ (види го графиконот бр. 2.26).

⁷⁸ 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

2.2.5.3. Ефекти врз надворешниот сектор

Графикон бр 2.27



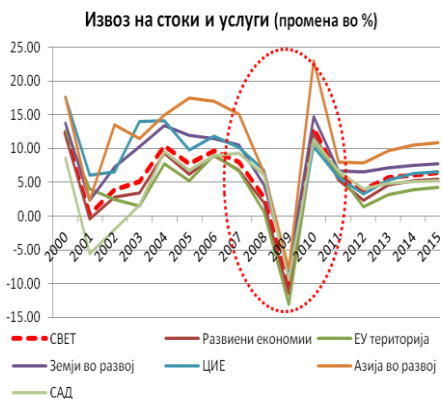
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

Кризата наметна потреба од 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)

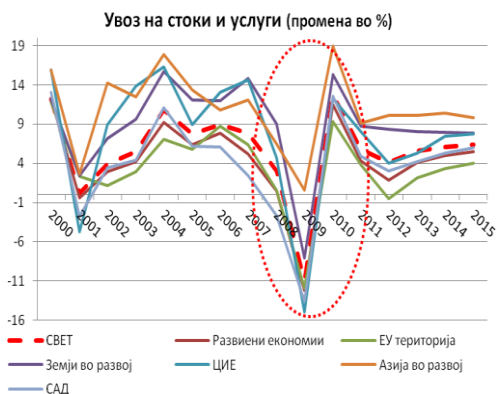
Кон крајот на 2008 г., глобалната рецесија почна да се манифестира и во меѓународната трговија. На графиконот бр. 2.27. е претставено движењето на трговската размена и економскиот раст на глобално ниво. Од графиконот јасно се гледа силната врска, осетливоста на меѓународната трговија на економските движења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

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.

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 %)

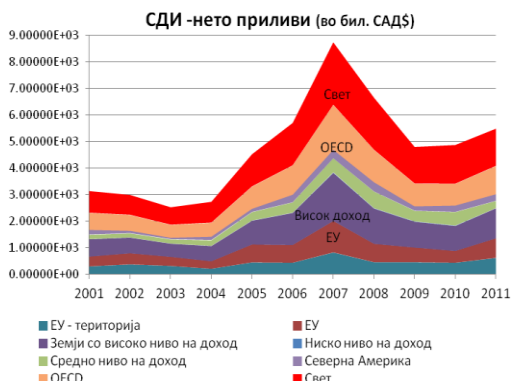
	Извоз/БДП во 1995	Извоз/БДП во 2007
Земји во развој	26,09	51,77
Африка	21,87	49,71
Азија	33,88	60,83
Латинска Америка и Карибите	13,02	29,41
Земји во транзиција	33,94	85,42
Нискоразвиени земји	17,08	45,23
Земји во развој без излез на море	23,28	58,71
Развиени економии	21,87	28,40
Австралија	16,08	27,93
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.

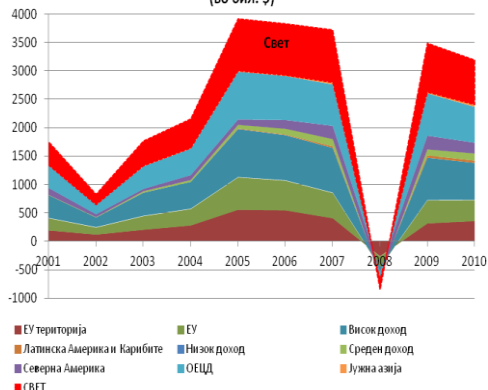
Графикон бр. 2.30



Извор: International Monetary Fund, Balance of Payments database

Графикон бр. 2.31

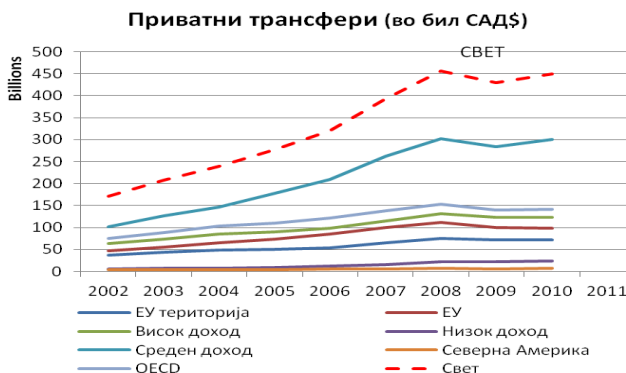
Портфолио инвестиции - нето приливи (во бил. \$)



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 намалија за скоро 26% во 2008, додека во земјите во развој СДИ

Графикон бр 2.32



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

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

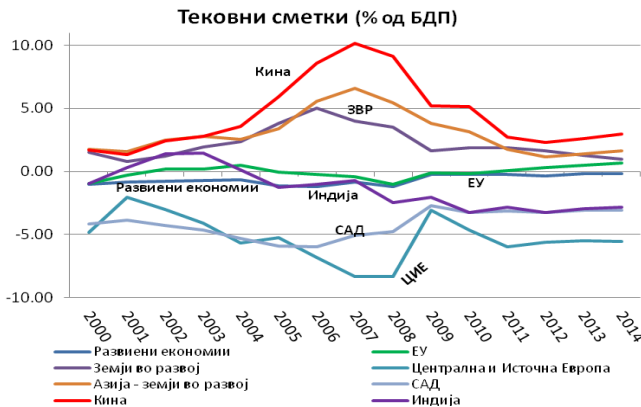
во 2009 г. Притоа, најголем пораст на приватните трансфери во 2008 г. имаа земјите со ниско ниво на доход (25%), додека по нив следуваа земјите со средно ниво на доход (13%), додека глобалниот пораст на приватните трансфери во тој период изнесуваше 14%.

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 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 Големата депресија. Во екот на кризата, иако од месец во месец променливоста на курсевите се зголемуваше, промените во реалните

Графикон бр. 2.33



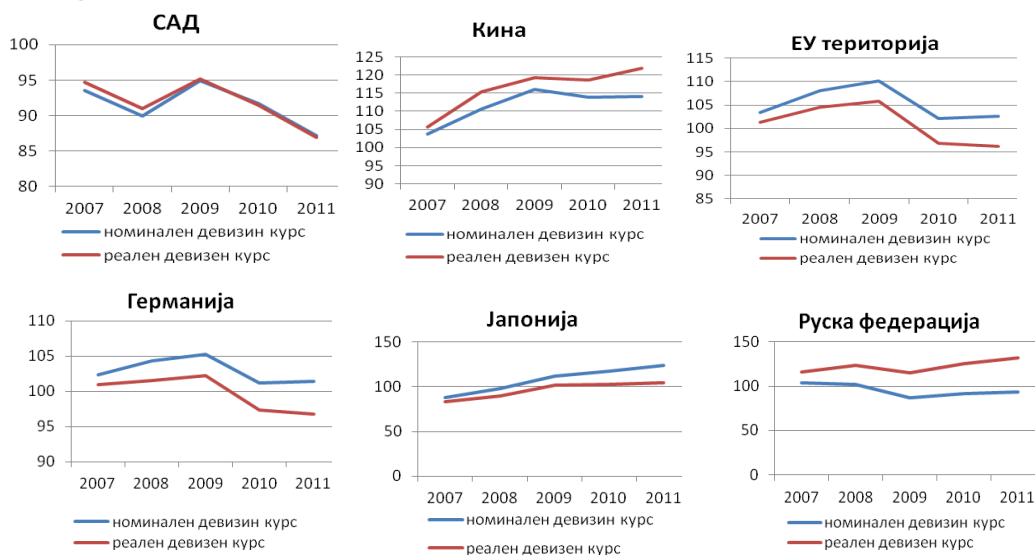
Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

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 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).

2.2.5.4. Ефекти врз фискалниот сектор

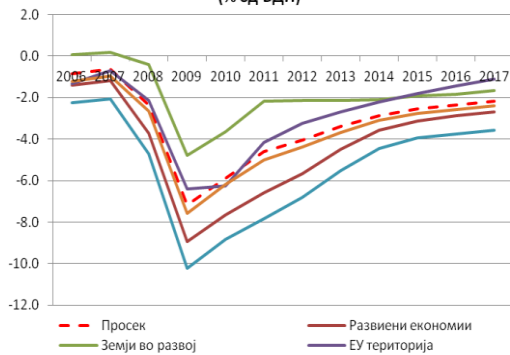
Глобалната економска криза предизвика остар пад на цените на средствата, пропаѓање/спасување на голем број финансиски институции, пад на довербата, на економската активност итн. Овие случувања наметнаа потреба државите низ целиот свет да преземаат одлучни и силни фискални мерки со цел да ја стимулираат 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 системи⁷⁹ (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 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).

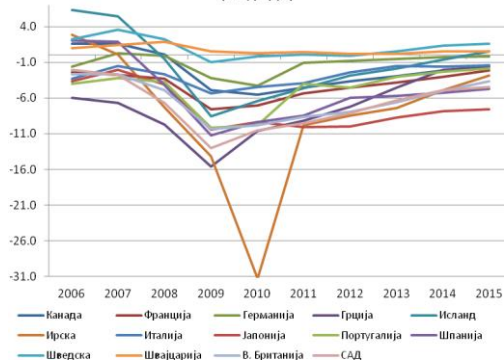
На следните два графикони, бр. 2.35 и 2.36, е прикажано движењето на буџетските дефицити/баланси на групите земји и посебно за развиените економии (чии фискални сектори се посебно засегнати од Глобалната криза), почнувајќи од периодот пред кризата, вклучувајќи ги и предвидувањата на ММФ од 2012-2017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

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

Графикон бр.2.35

Буџетски дефиците -групи на земји
(% од БДП)

Графикон бр.2.36

Буџетски дефицити во развиените економии
(% од БДП)

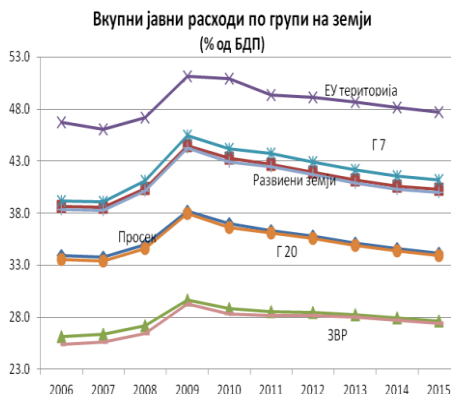
Извор: Fiscal Monitor, April 2012, IMF Stat.

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.⁸⁰ 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.

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 емот 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).

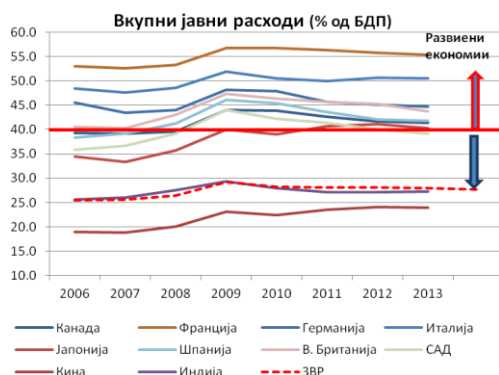
⁸⁰ Поопширно за причините и конкретните ефекти на фискалните позиции види кај Tagkalakis, 2012 г.

Графикон бр. 2.37



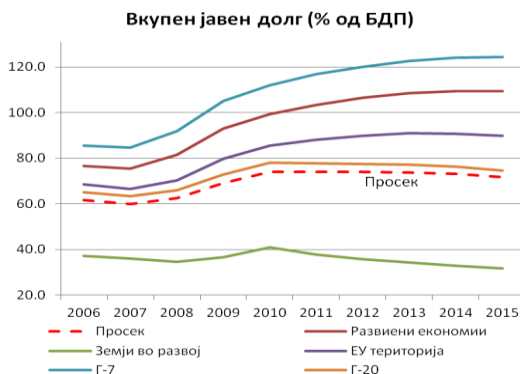
Извор: Fiscal Monitor, April 2012, IMF Stat.

Графикон бр. 2.38



Од графиконите се гледаат

Графикон бр. 2.39



Извор: Fiscal Monitor, April 2012, IMF Stat.

неколку стилизирани факти: високото ниво на јавни расходи во развиените економији 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).

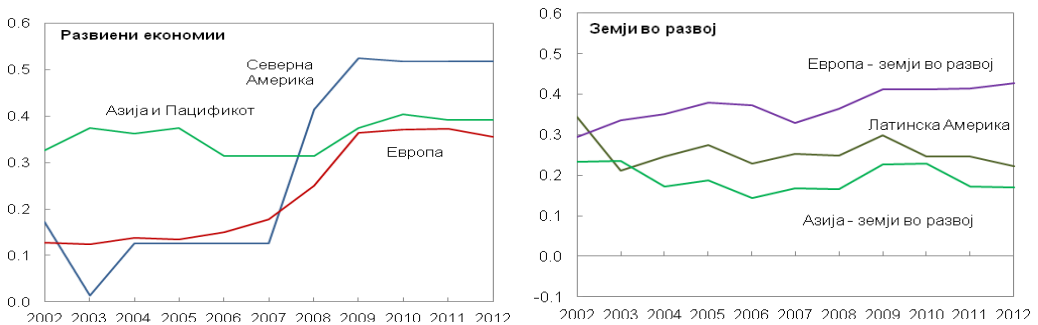
Активните фискални политики и малиот фискален простор пред кризата доведоа до значајно зголемување на јавниот долг со почетокот на кризата (види го графиконот бр. 2.39). Најочигледен ефект од Глобалната криза врз јавниот долг претставуваат проблемите за негово финансирање. Според тоа, секогаш кога е 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 економији 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

2.2.6. 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 кредитбилитетот 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 системи. 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).

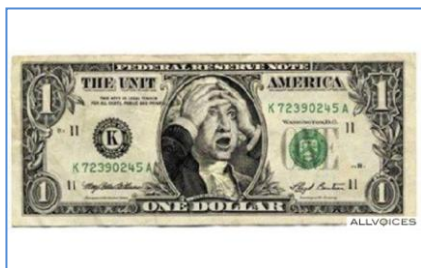
Економската историја регистрирала голем број економски кризи, меѓутоа по Големата депресија во 1930-тите и Втората светска војна, економистите како да подзаборавија на последиците од економските кризи и сметаа дека Кејнзовите мерки на економската политика ги победија економските кризи. Иако економистите 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 Märginean, 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).

ГЛАВА III

КРЕИРАЊЕ НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ ВО САД, ЕУ И ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНАТА КРИЗА



ГЛАВА III

КРЕИРАЊЕ НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ ВО САД, ЕУ И ЗЕМЈИТЕ ВО РАЗВОЈ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНАТА КРИЗА

3.1. Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во САД

Причините за Глобалната економска криза кои беа елаборирани во втората глава 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 Брадерс“ предизвика мешаница во финансискиот сектор – цените на хартиите од вредност почнаа драстично да паѓаат, довербата во пазарите енорно 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.).

3.1.1. 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).⁸¹

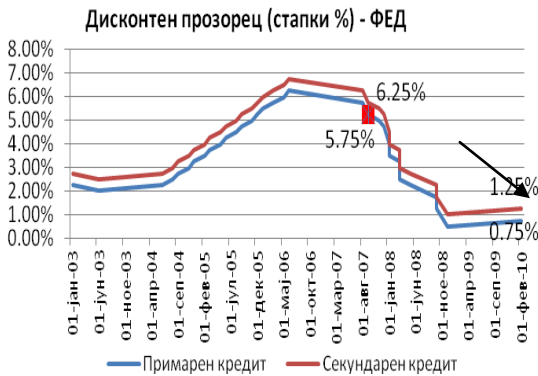
3.1.1.1. Конвенционален одговор

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 пазарите⁸² (види графикон бр. 3.1).

⁸¹ 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>

⁸² Поопширно за дисконтниот прозорец, дисконтните стапки, регулативата и ограничувањата види: <http://www.frbdiscountwindow.org/historicalrates.cfm?hdrID=20&dtlID>

Графикон бр. 3.1



Извор: FED Discount Rate Data - <http://www.frbdiscountwindow.org/rates.cf?m?hdrID=20&dtIID=>

Графикон бр. 3.2



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 кратење 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. 3.3).

Графикон бр. 3.3



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),⁸³ додека каматната стапка која се плаќа изнесува 0,25% (во исто ниво со таргетираната референтна стапка).⁸⁴ Ниската трансха (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 трансха 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)⁸⁵.

⁸³ Поопширно за обврските за задолжителна резерва и дефинирање/пресметка на различните трансхи види <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>

⁸⁴ Поопширно за пресметката и износите на каматните стапки кои се плаќаат на задолжителната резерва види <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reqresbalances.htm>

⁸⁵ 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).

3.1.1.2. *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 групи⁸⁶ (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.⁸⁷

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

⁸⁶ 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>

⁸⁷ 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.

финансиските пазари и ја зголемува мотивацијата и иницијативите на овие институции да позајмуваат и да креираат 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.

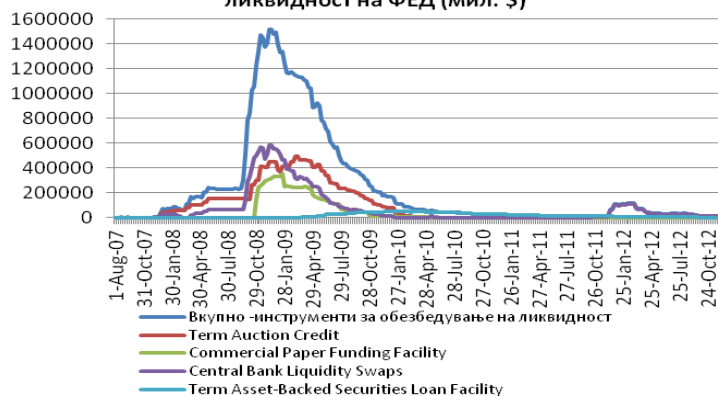
Вториот пакет инструменти настојува да обезбеди ликвидност директно на позајмувачите и инвеститорите на клучните кредитни пазари. Инструментариумот на ФЕД во оваа насока вклучува:⁸⁸ Commercial Paper Funding Facility (CPFF), која преку купување квалитетни необезбедени (неосигурани) комерцијални хартии 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.

⁸⁸ 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. 3.4 се прикажани движењата на избрани програми за обезбедување ликвидност од страна на ФЕД. Помеѓу програмите за обезбедување ликвидност TAF и CPFF, и ликвидносните својства 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. 3.4

Кредит обезбеден преку инструментите за обезбедување ликвидност на ФЕД (мил. \$)



Извор: FED data - Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1):

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 ФЕД⁸⁹. 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 подобри условите на приватните кредитни пазари. Овој тренд продолжи од

⁸⁹ Подетално за купувањето долгорочни хартии од вредност и поддршката на определени финансиски институции од ФЕД види:

http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm

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.3.5 и 3.6 е претставено движењето на билансот на ФЕД и неговата генерална структура во услови на глобалната криза.

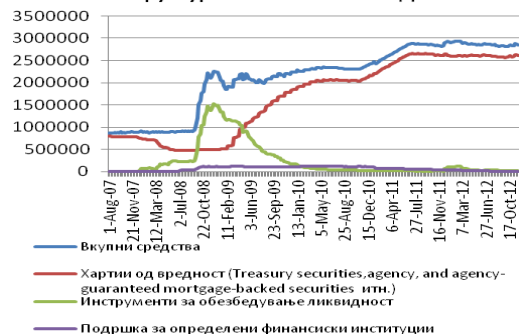
Графикон бр.3.5

Биланс на ФЕД - тренд на движење(во мил \$)



Графикон бр.3.6

Структура на билансот - ФЕД



Извор: FED data - Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1):

http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

Од почетокот на глобалната криза, билансот на ФЕД значајно се зголеми и неговата структура се измени.⁹⁰ 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. 3.7 во анексот)⁹¹.

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 економијата⁹² (види поопширно Fuhrer and Olivei, 2011; Kiley, 2012).

Во експанзивниот неконвенционален инструментариум⁹³ 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

⁹⁰ Детално за движењата и детерминантите на билансот на ФЕД види: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

⁹¹ Детално за поддршката за специфични институции од страна на ФЕД види: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_supportspecific.htm

⁹² 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).

⁹³ 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.

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 поконтретна 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).

3.1.2. 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. Големите број причини/последници кои беа карактеристични за економскиот систем на САД наметнаа потреба од комплексен и силен одговор од страна на 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.

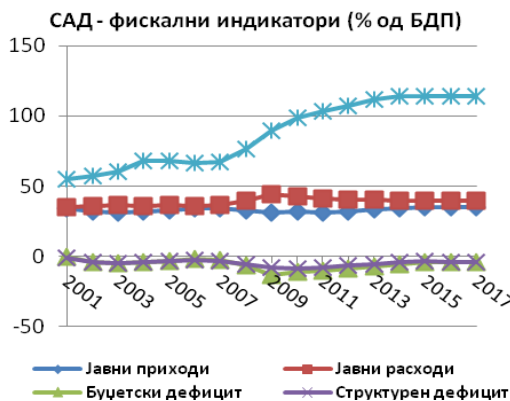
- фискалните мерки кои се однесуваат на реалната економија се огледуваат во: Законот за економско стимулирање (Economic Stimulus Act of 2008) од јануари 2008 г., Законот за заздравување и реинвестирање на американската економија (American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA) итн., а кои го зголемија 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.

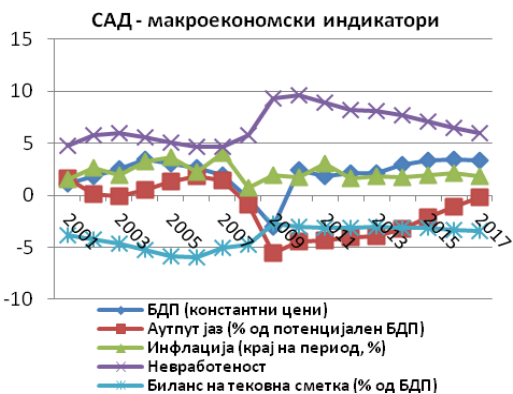
3.1.2.1. Одговор на економската криза – економски стимулации

Глобалната економска криза предизвика големи надолни поместувања на сите макроекономски индикатори во американската економија (види графикон бр.3.9): 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.3.8): 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. 3.8



Графикон бр.3.9



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)**⁹⁴ од јануари 2008 г., кој беше заснован на три главни дела⁹⁵:

- 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

⁹⁴ 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>

⁹⁵ 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>

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.⁹⁶

- 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 амортизација во следните години, овој износ би требало да се надомести за 1,4 милијарди \$.

- 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)**⁹⁷ 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

⁹⁶ Види детално за конкретните мерки Tax Policy Center, Urban Institute and Brookings Institution: <http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/background/stimulus/2008.cfm>

⁹⁷ 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>

г.) се состоеше во:⁹⁸ 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.⁹⁹

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 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

⁹⁸ 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>

⁹⁹ Детално за спроведувањето/извештаите од American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA види: http://www.recovery.gov/About/Pages/The_Act.aspx

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 претставува 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):¹⁰⁰ 297,8 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 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.¹⁰¹ 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 ја 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

¹⁰⁰ 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>.

¹⁰¹ Види “Stimulus” CATO institute, <http://www.cato.org/research/tax-budget-policy>

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, 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%.¹⁰²

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 заменуваат стари возила со нови, поекономични (Car Allowance Rebate System - CARS)¹⁰³; 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)¹⁰⁴; 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

¹⁰² 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

¹⁰³ 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

¹⁰⁴ 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>

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 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).

3.1.2.2. 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),¹⁰⁵ 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.

¹⁰⁵ 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

Програмата за гаранции кои се однесуваат на Фондовите на пазарите на пари (Treasury's Guarantee Program for Money Market Mutual Funds)¹⁰⁶ објавена во септември 2008 г., беше 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):¹⁰⁷ **Capital Purchase**

¹⁰⁶ 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>

¹⁰⁷ 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>

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 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)¹⁰⁸ - 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.¹⁰⁹ 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“.¹¹⁰ 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 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

¹⁰⁸ Поопширно види Financial Stability Plan Fact Sheet, 2009, достапен на: 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>

¹⁰⁹ Некои делови од планот подоцна се вклучен во ARRA, додека дел се однесуваат на TARP.

¹¹⁰ Помалите институции ќе добијат пристап до Програмата за капитална поддршка само после супервизорска проверка

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.¹¹¹ Главните задачи и промени што ги иницира овој закон се рефлектираат во следниве области:¹¹² 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“ 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

¹¹¹ “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” сто и единаесетти Конгрес на САД, 5 Јануари 2010год.: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

¹¹² 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

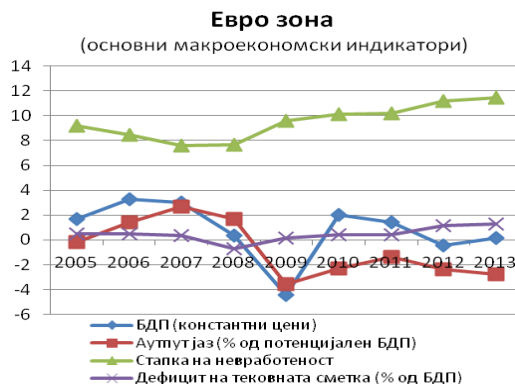
станувањето „too big“ неатрактивно, зголемување на овластувањата на ФЕД за обезбедување поддршка на целиот систем, но ограничување на поддршката на индивидуалните компании; воспоставување ригорозни стандарди и супервизија за да се заштити економијата, американските потрошувачи, инвеститорите и бизнисите; 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 загрозена 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, хеџ-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 здравува, 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).

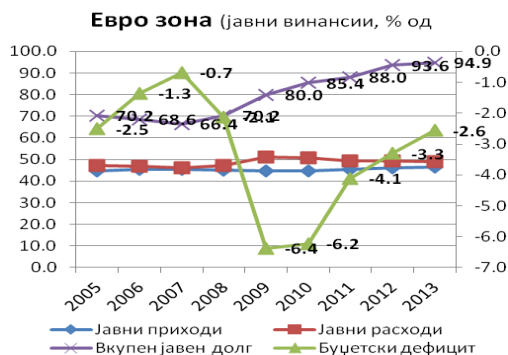
3.2. Одговор на клучните макроекономски политики на Глобалната економска криза во ЕУ

Глобалната финансиска криза од 2007/2008 г. го означил 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 следуваа 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. 3.10 и графикон бр.3.11)

Графикон бр.3.10



Графикон бр. 3.11



Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October

2012

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).

3.2.1. 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.¹¹³ 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

¹¹³ 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>

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“¹¹⁴ 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 монетарната политика на ЕЦБ, односно референтните каматни стапки се пренесуваат на економијата (види поопширно ECB, 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

¹¹⁴ 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.

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 ECBd, 2010):¹¹⁵ 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 кои се применувале во периодот пред кризата), а потоа ќе биде претставен неконвенционалниот одговор¹¹⁶ насочен кон пазарите на пари и пазарите на хартии од вредност, притоа респектирајќи го и хронолошкиот развој на настаните (мерките на ЕЦБ за справување со глобалната криза хронолошки се претставени во Табела бр. 4.1).

3.2.1.1. 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

¹¹⁵ Види ги мерките на ЕЦБ согласно фазите на глобалната криза во Табела бр.4.1

¹¹⁶ Често во трудовите за одговорот на ЕЦБ се корисни терминот 'нестандардни' наместо неконвенционални инструменти, затоа што за разлика од Федералните резерви, неконвенционалниот одговор на ЕЦБ во голем дел се состоеше од проширување и модифицирање на постојната операциона рамка.

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/притисоци¹¹⁷ и беше силен сигнал за стабилната монетарна политика 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 резултирало 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%.¹¹⁸ Покрај референтната каматна стапка, намалени беа и другите клучни каматни стапки во инструментариумот на ЕЦБ¹¹⁹ (Deposit Facility и Lending Facility), кои го формираат коридорот на движење на каматните стапки во еврозоната. (види графикон бр. 3.12). 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.

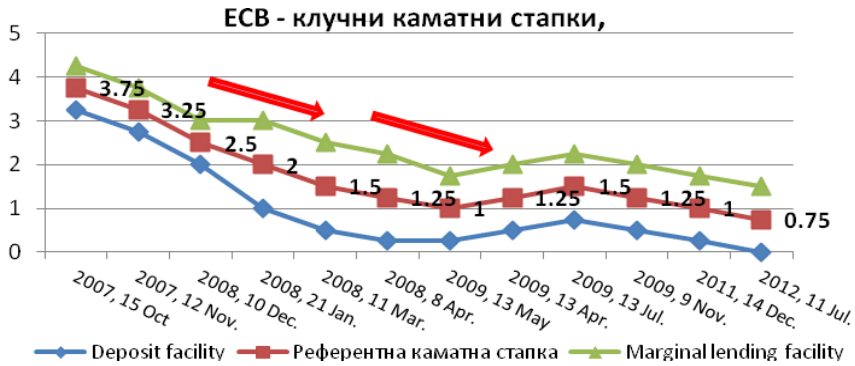
¹¹⁷ Треба да имаме предвид дека кон крајот на 2007 г. и почетокот на 2008 г. на глобално ниво евидентни беа шоките предизвикани од глобален пораст на цените на храната и енергијата. Овие шокови на страната на понудата, „supply side shocks“ беа регистрирани од ЕСВ и од претпазливост да не се материјализираат ризиците за зголемување на цените на среден рок, ЕСВ 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%.

¹¹⁸ По што следувааше и нејзино понатамошно намалување на 11 јули 2012 г., до ниво од 0,75%.

¹¹⁹ Види подетално за инструментариумот на ЕСВ:

<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/intro/html/index.en.html>

Графикон бр.3.12



Извор: ECB database

3.2.1.2. 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 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.

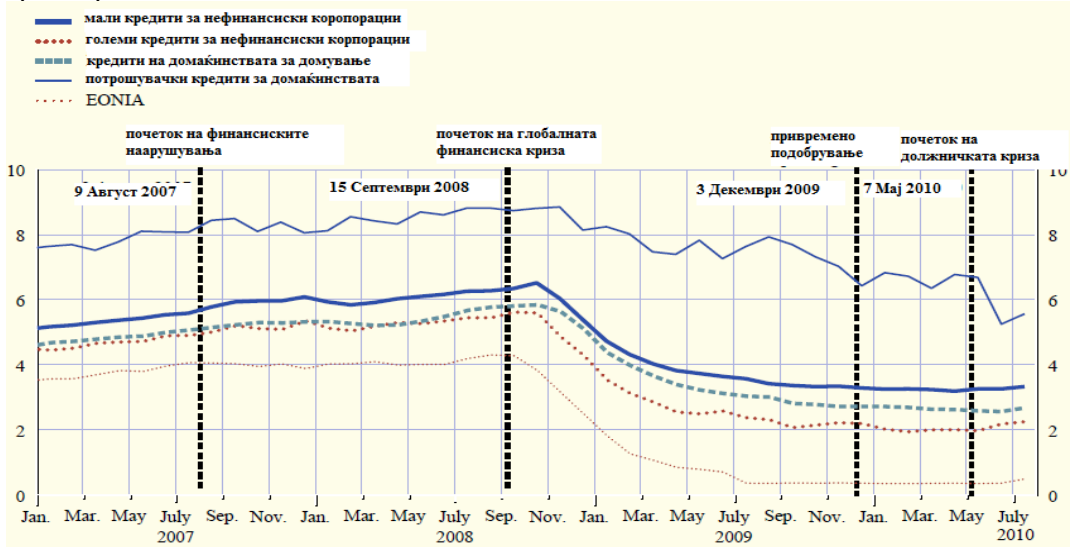
Листата на средствата/хартиите од вредност кои беа прифаќани како колатерал за репо-операциите беше проширена со цел понатамошно олеснување на пристапот на финансиските институции до операциите на ЕЦБ и со тоа - намалување на ограничувањата на активата во банкарските биланси. Во исто време беше проширена 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 Брадерс“ 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,¹²⁰ 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.3.13)¹²¹.

Графикон бр. 3.13 – Каматната стапка на пазарот на пари и краткорочните активни каматни стапки на банките



Извор: ECB and Reuters

¹²⁰ Види Monthly Bulletin, ECB (2011b).

¹²¹ Поопширно за ефикасноста на неконвенционалните мерки на ЕЦБ и пристапи за нејзино мерење види ECB (2011a)

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**¹²²:

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 евроденоминирани обезбедени обврзници во износ од 60 милијарди €¹²³. 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.¹²⁴ 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.¹²⁵

¹²² 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>

¹²³ Види одлука на ЕЦБ/2009/16, од 2 јули 2009 год. Достапна на: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704en00180019.pdf?c5438029d49a774926bd76f224c85265, како и ЕЦБ 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

¹²⁴ Види одлука на ЕЦБ/2011/17, од 17 ноември 2011 г. Достапна на: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_29720111116en00700071.pdf?da497291c77ed268313e952f96dd64d5, како и ЕЦБ соопштение за јавноста, ЕЦБ 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

¹²⁵ ЕЦБ главно купуваше обезбедени обврзници со рочност од 3 до 7 години и планира да ги држи до доспевањето.

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 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. 3.14). 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. 3.14 – Распоните на десегодишните државни обврзници на одбрани економии од еврозоната во однос на германската државна обврзница (базични поени – б.п.)



Извор: ECB Monthly Bulletin, October 2010/Bloomberg

Securities Markets Programme (SMP)¹²⁶ 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 обврзници¹²⁷ во еврозоната со цел да се обезбеди ликвидност и продлабочување на овие нефункционални пазарни сегменти и да се обнови правилното функционирање на монетарниот трансмисионен механизам¹²⁸. Оценката на ефективност 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

¹²⁶ 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

¹²⁷ Согласно Treaty on the Functioning of the European Union, купувањето државни обврзници од страна на ЕЦБ е строго лимитирано на секундарните пазари.

¹²⁸ Со цел да се стерилизира ефектот од овие интервенции, ќе бидат спроведувани специфични операции за апсорбирање на ликвидноста инјектирана преку SMP.

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).

3.2.2. 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 надополнето 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 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.

3.2.2.1. 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.¹²⁹ Првиот столб претставува огромно вбризгување 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 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:¹³⁰ 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

¹²⁹ 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

¹³⁰ 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

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 зголеми 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 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.¹³¹ Најдиректен одговор за спроведувањето на EERP можеме да добиеме од анализата на структурата на EERP Data Base (види поопширно Fischer and Justo, 2010)¹³². 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

¹³¹ 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

¹³² Детален преглед на мерките од базата на податоци види European Commission (2009a)

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).

Табела бр. 3.2

	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.3.2). 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.¹³³ 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)¹³⁴ 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)

¹³³ 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

¹³⁴ 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.

од износот на фискалните пакети, по што следуваат јавните 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%¹³⁵ (види поопширно ECB, 2010c).

На крај ќе се осврнеме накратко на националната димензија на фискалните политики во услови на криза во еврозоната. Големената 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; ECB, 2010c). 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).

3.2.2.2. 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 Братерс“ беше причина за интензивирање на кризата на глобалните финансиски пазари и следствено на тоа, причина за проблеми со ликвидноста и солвентноста кај голем број европски финансиски

¹³⁵ Овие износи во голема мера се согласуваат со анализата на композицијата на мерките за справување со глобалната криза, анализирани погоре според EERP Data Base.

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 план¹³⁶ (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.¹³⁷ Владините (државни) 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

¹³⁶ 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

¹³⁷ 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 ; препораки на ЕСВ за проценување на рекапитализациите: http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf .

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.¹³⁸

Во продолжение, накратко ќе бидат елаборирани мерките што европските влади ги користеле за спас и стабилизирање на финансискиот сектор (види детално табела бр. 3.5 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 Братерс“. 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 од 50.000 € со можност понатаму да се зголеми до 100.000 €, пред крајот на 2010 г.¹³⁹. 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).

¹³⁸ 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 редизајнирање доколку се јави потреба (како резултат на промена на макроекономските околности).

¹³⁹ 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

- **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 левериџот 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 движи од 16 месеци во Грција до 45 месеци во Холандија), меѓутоа неговата средна големина изнесува околу три години.¹⁴⁰

- **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 акции¹⁴¹ или други хибридни

¹⁴⁰ Во ЕУ максималниот рок на доспевање на гарантираниот долг беше иницијално лимитиран на три години, меѓутоа истиот постепено беше зголемуван како што доспелаше иницијалниот износ на гарантиран долг (ретки се случаите кога на издавање на гарантиран дол со рок на доспевање од три до пет години.

¹⁴¹ 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.

инструменти што ги задоволуваат барањата за основниот капитал (Tier I). Капиталните инјекции беа значајно пониски во еврозоната¹⁴² 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.¹⁴³ Овие шеми имаат за 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)

¹⁴² Во еврозоната, В. Британија имаше најголема инјекција на капитал во финансискиот сектор која достигна 5,1% од БДП.

¹⁴³ 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 .

Исто така: European Commission Communication on Impaired Assets, OJ C 72, 26 March 2009

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 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 ЕСВс, 2010).

3.3. 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 заздравување. Во продолжение накратко ќе ги презентираме аргументите во поддршка на оваа порака¹⁴⁴ (види пошироко IMF, 2010i):

- 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 Брадерс“, сите земји во развој имаат приближно сличен пад на финансиските пазари. Закрепнувањето 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,

¹⁴⁴ Ова епириско (економетриско, со користење бројни регресији 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).

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 сектор¹⁴⁵.

- 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 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

¹⁴⁵ 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).

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 рецесија, 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.

Генерално, ефектите и главниот удар од глобалната економска криза за транзиционите економии¹⁴⁶ беа во иста насока со ефектите што таа ги

¹⁴⁶ 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 -170-

имаше и за земјите во развој и помалку развиените економии¹⁴⁷: 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 произведувачки 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 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

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>

¹⁴⁷ Види поопширно последици, одговор на економските политики кај Акујуз (2009),

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 сировини 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).

ГЛАВА IV

ДИЗАЈНИРАЊЕ НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ ВО УСЛОВИ НА ГЛОБАЛНАТА ЕКОНОМСКА КРИЗА



„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 IV

Дизајнирање на клучните макроекономски политики во услови на Глобалната економска криза

4.1. Клучните макроекономски политики - одговор на Глобалната економска криза

4.1.1. 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.4.1 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 ниедна фаза не можеше посебно да се издвои и да се потенцираат нејзините карактеристики.

Табела бр.4.1: 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"> - Премногу релаксирана монетарна политика - Системите на фиксни девизи 	<ul style="list-style-type: none"> - Субвенционирање на домаќинствата - Базелските стандарди за адекватност на капиталот - Регулативата на 	<ul style="list-style-type: none"> - Ирационалноста и однесувањето на економските субјекти како „стадо“ - Агенциски проблеми

	курсеви во некои земји во развој	вонбилансните средства на банките (дериватите и комплексните финансиски инструменти) и на инвестициското банкарство - Недостиг на соодветно покривање со регулатива на систематски важни сектори 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 здравување 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 хеџинг-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 итн¹⁴⁸.

¹⁴⁸ 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.

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 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 публикација, 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).

4.1.2. 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 Нанпун, 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%)¹⁴⁹. 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 или поседување

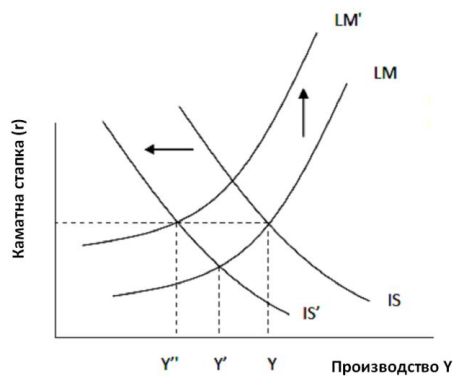
¹⁴⁹ Види графикон бр. 2.4 и 2.5 во втората глава.

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

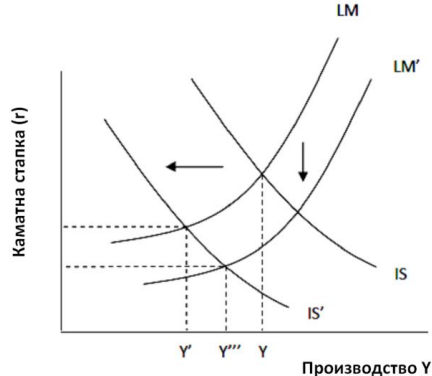
Конвенционалниот монетарен одговор во макроекономската теорија

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 потрошувачка¹⁵⁰, 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

¹⁵⁰ 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)

каматните стапки – го изгубија своето значење“ (види Krugman, 2008). Во друга негова статија во „Њујорк тајмс“, расправајќи за тоа дека 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)?¹⁵¹ 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 ширум светот почнаа да ги користат за поефикасно да се справат со кризата се манифестираат во неколку форми (види поопширно Collignon et al., 2012; Mishkin, 2010; IMF, 2010a; Smagnì, 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

¹⁵¹ 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)¹⁵².

- *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 таргетирани 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).

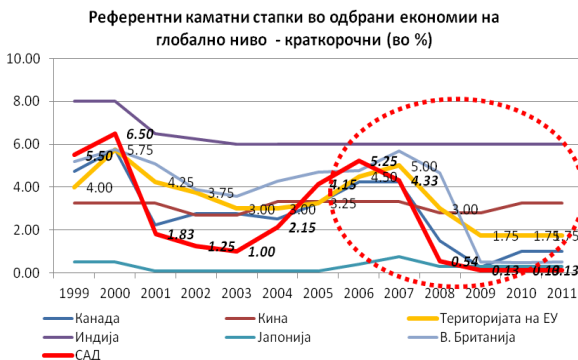
Според тоа, одговорот на монетарната политика не можеше да се задржи само на конвенционалните средства и на драстичното намалување на каматните стапки – одговорот мораше да биде сеопфатен и доволно силен за да се запре ширењето на кризата и да се стабилизира

¹⁵² 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).

финансискиот сектор¹⁵³ (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 4.3



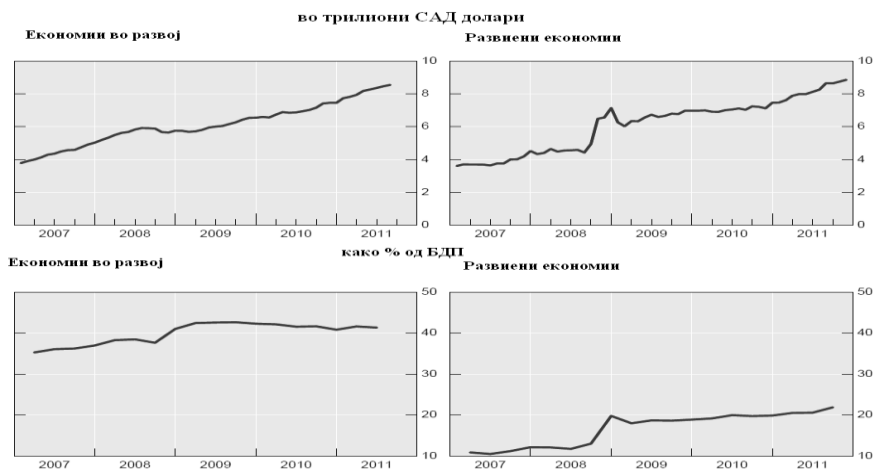
Извор: International Financial Statistics (IFS), Principal Global Indicators, IMF Stat.

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 каматни стапки како резултат на финансиските и економските проблеми во Европа. Меѓутоа, генерално, реалните каматни стапки остануваат на ниско ниво (види графикон бр. 4.3).

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. 4.4).

Графикон 4.4 – Средства на централните банки

¹⁵³ За големината и обемот на мерките на монетарната политика во економиите за справување со кризата види IMF (2010a), IMF (2010b), Selin (2009)



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:¹⁵⁴

- 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);

¹⁵⁴ 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).

- 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 одложеноето 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 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 зголемуваат 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* (ризикут 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* (ризикут 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).

4.1.3. 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 загрознена 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 видливо. 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 правила¹⁵⁵ кои можат да водат помалку дискреционо, а повеќе стабилизационо трошење (види поопширно Agreeza at al., 1998; Auerbach and Feenberg, 2000; Blanchard and Perotti, 2002; Farina and Tamborini, 2004).

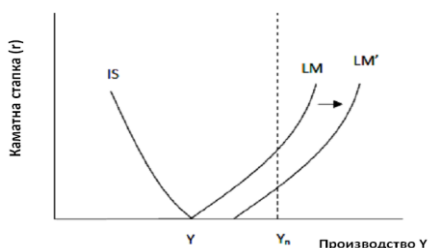
Дебатата во однос на употребата на фискалната политика во услови на глобалната криза става во прв план прашања кои се однесуваат на ефикасноста на фискалните стимули (кои на широко се користат). Зголемување на јавното трошење на добра и услуги во затворена економија ќе даде најдобри резултати доколку: 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

¹⁵⁵ 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.

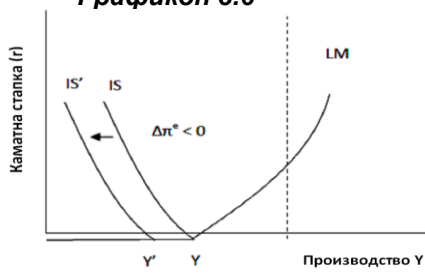
Механизам на функционирање на експанзивната фискална политика

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 граф.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 Blanshard, 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 граф. 3.6).

Графикон 3.5

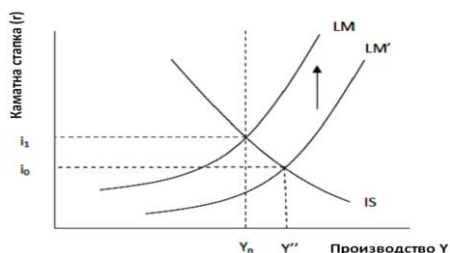


Графикон 3.6

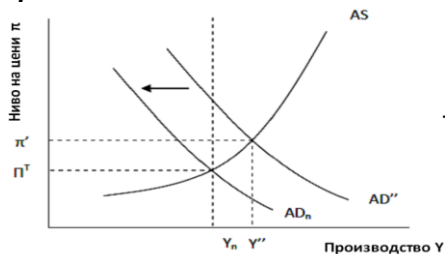


На среден рок, природата на фискалната експанзија ќе влијае на нивото на инфлација и инвестиции. Композицијата на фискалната експанзија детерминира поместување на кривата AD надесно притоа влијаејќи на диспаратетот помеѓу фактичката и очекуваната инфлација. Бидејќи во тој случај централните банки ќе 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).

крајните резултати од фискалните стимули (Aizenman and Jinjarak, 2010).

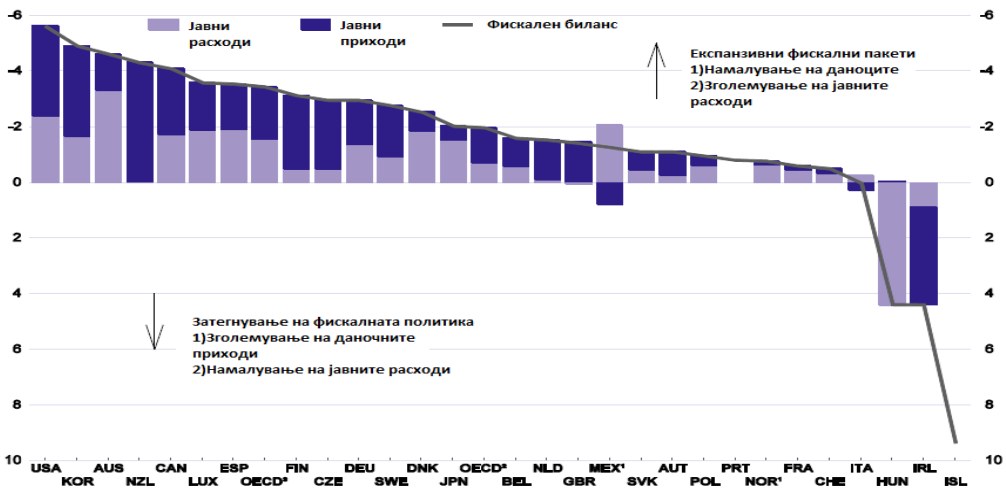
Фискалните скептици се загрижени за ефектот на истиснување и зголемувањето на трошоците од продолжените фискални стимулации. Barro (2009), кој е голем критичар на Кејнзијанскиот пристап евидентен во многу пакети фискални стимулации дизајнирани од владите ширум светот, смета дека основниот недостаток 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 џин“ 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.4.4 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. 4.9

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

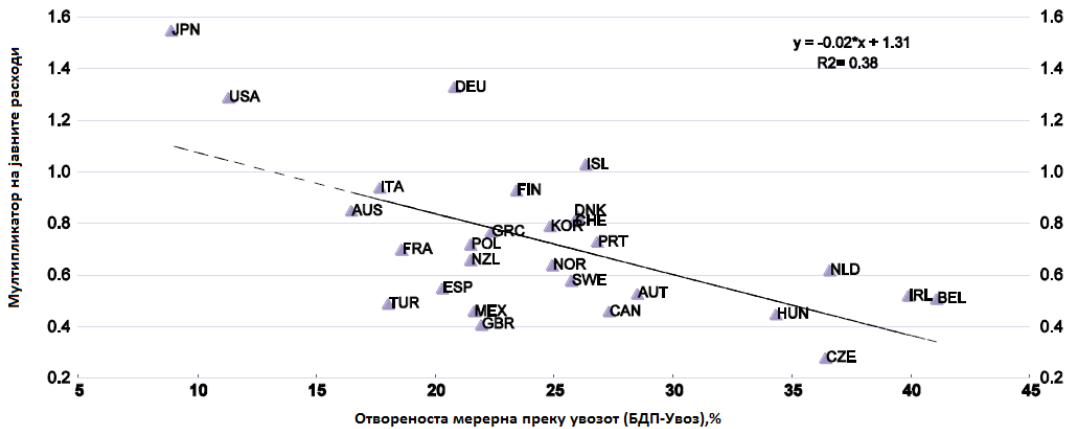
постојат различни варијации по големина и композиција во зависност од националните преференции и просторот за маневар. (види Графикон 4.9 и Табела бр. 4.5 и бр. 4.5а во анексот). Кризата беше причина за значајни фискални стимулации во САД, Јапонија и Германија, чијашто големина е најизразена во периодот 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 ОЕCD¹⁵⁶. Широката и подлабока заштитна мрежа во ОЕCD (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).¹⁵⁷

¹⁵⁶ 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 ОЕCD земјите.

¹⁵⁷ Детална анализа за ефектите од глобалната економска криза на варијаблите/индикаторите во фискалниот сектор е направена во Глава II.

Графикон бр. 4.10

Големината на фискалните мултипликатори и степенот на отвореност



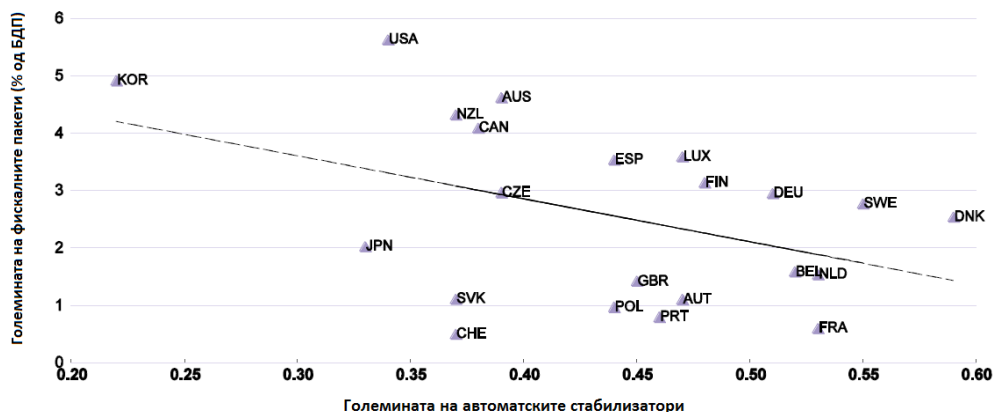
Извор: OECD (Economic Outlook, Interim Report March 2009)

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. 4.10). 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. 4.11). 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.4.6 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 книгата.

Графикон бр. 4.11

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 нè 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 сочат 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 капиталот¹⁵⁸ (види поопширно Dhont and Heylen, 2009).

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

¹⁵⁸ 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 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).

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 рестриktivноста на монетарната политика (види поопширно OECD, 2009; Auerbach and Gale, 2009; Padoan, 2009)¹⁵⁹.

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 превид 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.

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

¹⁵⁹ 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).

просек од анализа на 42 епизоди на криза (види поопширно Laeven and Valencia, 2008)¹⁶⁰. 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 Mougouane, 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. Маџепсаниот круг на високото задолжување, нискиот раст и високите каматни стапки не може да биде отфрлен.

4.1.4. 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).

¹⁶⁰ 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).

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 микропрudentната 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 микропрudentните 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.

Макропрudentните 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 макропрudentните 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, макропрudentните 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).

Макропрudentните политики се фокусираат на интеракциите помеѓу финансиските институции, пазари, инфраструктура и пошироко на економијата. Во утврдувањето на практичните цели на макропрudentните 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. Макропрudentните 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 макропрudentните мерки, кои придонесуваат за остварување на погореспомнатите цели на три начини (види поопширно IMF, 2010a; BIS, 2010)¹⁶¹:

Превенција од преголемо зголемување на леверициот. 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.¹⁶²). 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 „non-core“ финансирање и се превенција од зголемување на недоследностите во рочноста, во време на економска експанзија.

Прudentни 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.

¹⁶¹ За детален осврт на литературата/истражувањата кои го анализираат различното групирање на мерките на макропрudentните политики, нивниот развој, ефикасност и употреба види Galati and Moessner (2011).

¹⁶² Конкретно за оваа макропрudentна мерка која во последно време привлекува посебно внимание види Saurina (2009)

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 макропрudentните политики, тие треба да ги опфатат сите институции кои се од системско 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 уни, 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)¹⁶³:

- 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

¹⁶³ Поопширно за структурата на макропрudentниот инструментариум види Borio (2009), Galati and Moessler (2011)

макропрудентни 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 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 макропрудентни 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, макропрудентните 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 макропрудентните политики во услови на криза се карактеристиките на нивното користење и нивната ефикасност во справувањето со поставените цели. Детално за најчесто користените инструменти на макропрудентната политика на глобално ниво (48 земји) и нивната фреквенција на користење види во табела бр. 4.7 во анексот. Сумирани, карактеристиките од користењето на макропрудентниот 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 макропрудентните политики е посебен предизвик за анализа. До денес постојат ограничен број емпириски анализи за ефективноста на макропрудентните 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 инструменти¹⁶⁴. 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 пософистициран 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 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

¹⁶⁴ 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).

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).

4.2. 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.

4.2.1. 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 здравување 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., кротење 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.

4.2.2. 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,¹⁶⁵ 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

¹⁶⁵ 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).

задолжување треба да ги рефлектира карактеристиките на секоја 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.¹⁶⁶ 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. 4.8 подолу и табела бр. 4.9 и 4.10 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. 4.8

Потребно подобрување на примарните позиции, 2011-2020 г. (п.п. од БДП)	
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)?

¹⁶⁶ Види IMF, World Economic Outlook, January 2010 и IMF анализа во IMFg, 2010.

Се јавуваат некои размислувања дека повисоката инфлација е разумна цена да се плати со цел да се намали реалната цена на 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)¹⁶⁷.

- 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

¹⁶⁷ 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).

претставуваат 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 возрасната 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.

4.2.3. 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. 4.11).

Табела бр. 4.11 - Истекување на финансиските програми за поддршка на банките во справување со кризата

	Истечени 2009	Очекувано истекување на рокот				
		2010 2013	2011 2014	2012		
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 IMFc, 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.

4.3. 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 разликува некои од основните постулати на кои беше заснована рамката на макроекономската политика (види Romer, 2011):

- ✓ Мислење дека макроекономските флукуации се под контрола, меѓутоа тие не казнија поради нивното занемарување;
- ✓ Мислење 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 – 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 криза¹⁶⁸ – 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 сектор¹⁶⁹. 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 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

¹⁶⁸ Причините што доведоа до денешната глобална економска криза беа детално елаборирани во втората глава од трудот.

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“¹⁷⁰. 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 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).

4.3.1. 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

¹⁷⁰ Голем број од наведените лекции креаторите на економските политики ги учеа и изнаоѓаа разни решенија уште во екот на денешната економска криза, чиишто 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.

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 покренаа дебатата за лекциите и потребите од редизајнирање 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 имаа 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.¹⁷¹ Од глобалната економска криза научивме дека

¹⁷¹ 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.

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). 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 (макропрudentните 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 хазард 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 at 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.¹⁷² Не треба да забораваме 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 макропрудентната 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,

¹⁷² 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.

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.

6) Монетарната политика треба да ја земе предвид макрофинансиската стабилност, а не само ценовната стабилност (види поопширно IMFf, 2009). Глобалната криза ја поттикна 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 последици 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 прudentни и супервизорски политики** со цел да се ублажи процикличноста на финансиската интермедијација. Прudentните 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, прudentните 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 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 Hannoun, 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 IMFf, 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 рестриктивната 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 откако ќе се исцрпат сите средства (акумулирање 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 зауздани 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 третирали 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 Hannoun, 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 hazard 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.

4.3.2. 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 IMFf, 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 левериџот; ад-хок промените на даночната регулатива не претставуваат најадекватен начин за контрола на шпекулативните бумови. Бланшард во неговиот труд за редизајнирање 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 редизајнирана рамка на фискалната политика по глобалната економска криза може да ја претставиме и сумираме на следниов начин:¹⁷³

1) Постојат силни докази дека фискалната политика е поефективна и постимулативна споредено со периодот пред кризата, што ја прави значаен фактор за стабилизирање 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 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.

¹⁷³ 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.

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, незначайни 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 спекулативните 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);

6) 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 шпекулативните 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, остро 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 рецесијата 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):¹⁷⁴ 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, привремени 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

¹⁷⁴ Види поопширно за автоматските стабилизатори во истражувањето на ММФ од Baunsgaard and Symansky (2009).

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 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, здравувањето 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 ширум 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, импресији, емоции итн.¹⁷⁵

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 проведува; 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.

4.3.3. 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):

¹⁷⁵ Детално за оваа проблематика во книгата на Брајан Каплан - „Митот за рационалниот гласач“, види извадок од Caplan (2007).

финансиската регулација, макропрudentните политики и глобалната финансиска архитектура. Во нашата анализа од посебно значење се врските на финансиските и макроекономските индикатори, односно макропрudentните политики, иако тие тешко може да се издвојат од погореспоменатата рамка.

4.3.3.1. 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; IMF, 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.¹⁷⁶ Исто така, прudentната рамка треба да ги зема предвид ефектите на системскиот ризик (стандардите за адекватност

¹⁷⁶ Овие лекции и импликации на микропрudentната рамка веќе се имплементирани во Базел III (види BIS, 2010a; BIS, 2010b).

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 применуваат пред кризата не успеаја да ја намалат процикличноста на 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 макропрудентен 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 III¹⁷⁷ (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;¹⁷⁸ воведување коефициент за нивото на левериџ, 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.

4.3.3.2. Лекции за редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура

Терминот 'глобална архитектура' во оваа насока се однесува на официјалните механизми кои обезбедуваат финансиска стабилност и непречено движење на добрата, 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

¹⁷⁷ 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).

¹⁷⁸ 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 (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.

ограничениот простор и фокусот на книгата 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, хеџ-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.

✓ 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).¹⁷⁹

✓ 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.).¹⁸⁰

4.4. Економската теорија, економската политика и економската практика – затворање на кругот

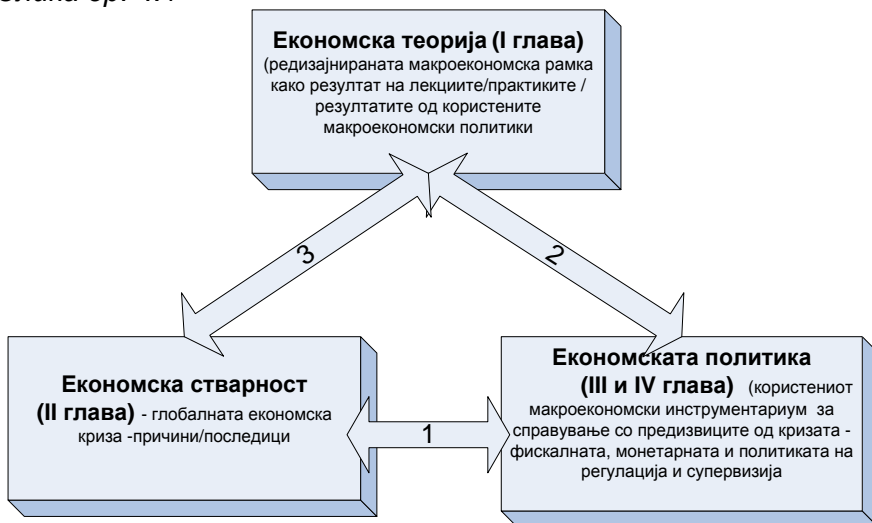
На крајот на оваа глава се враќаме на почетокот, кога го елабориравме односот помеѓу економската стварност, економската политика и економската теорија (види слика бр. 4.1). Причините за глобалната криза (дебалансите во глобалната економија, релаксираната монетарна политика, дерегулацијата и неадекватната 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 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). Анализата на релевантноста и ефикасноста на спроведените економски политики ги извади на виделина лекциите за

¹⁷⁹ Поопширно за Precautionary and Liquidity Line (PLL), Flexible Credit Line (FCL) види: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>.

¹⁸⁰ Види поопширно за редицајнирање на структурата на ММФ во IMFd (2009).

редизајнирање на рамката на макроекономските политики креирани според дотогаш фаворизираните економски теории и концепции. 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).

Слика бр. 4.1



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:¹⁸¹

Фундаменти на кејнзијанската економска политика	Економска политика во услови на глобалната економска криза
<p>Активно присуство на државата во економскиот процес, односно водење интервенционистичка (дискрециона) 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>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 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 посилно 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</p>

¹⁸¹ Детално за кејнзијанската економска политика, како и за другите теоретски концепции на економските политики види во првата глава.

	<p>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 активноста 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 широм 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)</p>

	и зголемување на агрегатната побарувачка.
<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 каматните стапки се ниски, инвестициите недоволни, а монетарната политика е немоќна.</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>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,</p>	

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.

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). Меѓутоа, ова укажува дека на глобално ниво во „чорбата“ од доминантните макроекономски теории „вкусот“ ќе биде детерминиран од „зачините“ што ги препорачал „кејнзијанскиот готвач“.

4.5. Економската теорија и политика на крстопат – Што понатаму?

Анализата во последната точка укажа на промената на “вкусовите” во макроекономскиот микс на глобално ниво, меѓутоа во вакви ситуации обично секој економист се запрашува: **што понатаму; дали треба да се очекува голема замена на доминантните макроекономски парадигми; дали ќе се појави некој нов економист или економска теорија, кои ќе ја спасат макроекономската теорија/политика и глобалната економија; дали односите помеѓу макроекономските концепции и политики драстично ќе се променат или ќе останат исти; дали во иднина економијата ќе ја научи лекцијата од Глобалната криза итн.** Ваквите прашања секогаш побудуваат широк интерес и ги наведуваат економистите од различни макроекономски провинции на остри дебати околу тоа кој бил повеќе во право, и која теорија треба да отстапи во своите ставови. Меѓутоа економистите, претставници од сите макроекономски концепции треба да признаат дека беа фатени во “клинч” и дека ниедна концепција најпрвин не успеа јасно да ја предвиди глобалната бура која надоаѓаше, а потоа истите (во разумен рок) не успеаја да понудат конкретни и ефикасни решенија за надминување на проблемите кои ги наметна Глобалната економска криза. Според тоа, кога си ги поставуваме прашањата кои беа претходно спомнати, треба да одговориме на неколку

суштински дилеми/прашања кои ќе ни овозможат поблиску да го разбереме крсопатот на кој се наоѓа макроекономската теорија и да одговориме – Што понатаму?:

- кои беа причините кои доведоа до Глобалната економска криза и во која макроекономска теорија или практика се наоѓаат нивните корени;
- кои политики беа нејефикасни во решавањето на економските проблеми и дилеми кои ги наметна кризата;
- кои се лекциите што можеме да ги научиме од Глобалната економска криза за економската теорија и политика;
- дали постои некој нов економист или нова економска концепција која овозможува подобро разбирање на економската стварност во условите кои ги наметна Глобалната криза;
- кое беа главните фундаменти на кои се засноваше одговорот на економската политика.

Анализата спроведена во нашата книга може да даде одговор на дел од овие прашања и во еден дел да придонесе кон дебатата за иднината на економската наука: детално ги разработивме причините кои доведоа до глобалната економска криза; детално ги елабориравме применетите макроекономски политики и ја анализиравме нивната ефикасност; укажавме на главните лекции кои треба да ги научат клучните макроекономски политики; се обидовме да допреме и до прашањето за теоретските фундаменти на клучните економски политики кои беа применети за справување Глобалната економска криза. Меѓутоа и покрај ваквата исцрпна анализа се уште постои значајна доза на неизвесност при давањето одговор на прашањето, по кој пат ќе тргне економската наука после Глобалната криза и што ќе се случува во иднина.

Глобалната економска криза не исфрли на виделина нов економист, или нова макроекономска концепција која ќе даде конкретна платформа за формулирање на економските политики, со цел подобрување на економската стварност и справување со предизвиците кои ги наметна Глобалната криза. Меѓутоа анализата на причините за Глобалната криза и фундаментите на доминантно користените економски политики упатуваат на промена на силите на макроекономската сцена и потсетување на кензијанската надмоќ кога се работи за справување со економски кризи. Претходно го поставивме истото прашање – дали е нагризано тврдото јадро на неолибералната провиненција, која беше доминантна во последните три-четири децении?

Можеби би било премногу строго да ги обвинуваме концепциите од неолиберална провиненција за настанувањето на глобалната криза, меѓутоа можеме да укажеме на тоа дека резултатите и околината која тие ја креираа во периодот пред кризата, создаде поволна почва за “совршена економска бура”. Според тоа ако се потсетиме на нашето укажување (последната точка од првата глава), дека е потребна комбинација од повеќе макроекономски концепции и политики со цел успешно справување со предизвиците кои се појавуваат во секоја одделна ситуација (ситуационен

пристап), доаѓаме до заклучок дека и во овој случај економската наука во иднина ќе биде фундирана на микс од доминантните макроекономски теории (кензијанизмот и новите кензијанци, теориите од неолиберална провиненција – монетаризмот, новите класичари/теоријата на реалните бизнис циклуси и делови од институционализмот).

Кога веќе е извесно дека не очекуваме да се појави нов економист или нова доминантна макроекономска концепција, тогаш релевантно за нас преставува мешавината од доминантните макроекономски теории која ќе биде пресудна за “вкусот” на економската политика во иднина. Во времето на Големата депресија кензијанизмот го превзема водството и се до 70 – тите беше водечка економска парадигма, се додека не беше заменет со мешавината од монетаризмот и другите концепции од неолиберална провиненција. Глобалната криза преставува причина во иднина овие два дебаланси на макроекономската сцена, доминацијата на кензијанизмот во еден период и доминацијата на неолиберализмот во друг, во иднина да бидат намалени и се повеќе урамнотезени. Доминацијата на кензијанските политики за справувањето со глобалната криза денес беа потсетување за нарушената рамнотежа помеѓу доминантните парадигми пред кризата и критичната доминација на неолибералното учество во макроекономската мешавина пред кризата. Оттука ќе биде потребно подолг период да се заборават “раните” кои на глобалната економија и ги нанесе неолибералната доминација и тоа ќе биде причина за извесна кензијанска доминација во периодот кој следи. Меѓутоа тоа ќе биде случај се додека не се случи нарушување во обратна насока (критична доминација на теориите од кензијанска провиненција), кога би се случил обратен процес, за кој повод би било друго нарушување/криза во економската стварност. Затоа прашањето, повеќе држава или пазар, повеќе кензијанизам или неолиберализам е детерминирано пред се од реалната ситуација во секоја економија, регион, континент и на глобално ниво. Притоа треба да се има предвид фактот дека оптималната мешавина од економски концепции преставува главна детерминанта на ефикасноста на економските политики и решавањето на проблемите во економската практика.

ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА

Заклучните согледувања, препораки и извлечените лекции ќе бидат презентирани согласно структурата која беше презентирана во нашата книга (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 (некејнзијанизмот) 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 саморегуирачки 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, непостојење самоурамнотежувачки механизам, несакана невработеност. Тие ги унапредуваат кејнзијанските претпоставки – покажуваат дека и доколку постојат рационални очекувања, економската политика може да има реални ефекти; покрај флуктуациите 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 стабилизациони, 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 флуктуации. 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 (еврот, 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 острото 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 редижајнирана 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 редижајнирање на постојната макроекономска рамка. Основата за редижајнирање ја поставуваме на три столба: лекции за редижајнирање на монетарната политика; лекции за редижајнирање на фискалната политика и лекции за регулативата, супервизијата и редижајнирањето на меѓународната финансиска архитектура.

РЕДИЖАЈНИРАНА РАМКА НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ – НАУЧЕНИ ЛЕКЦИИ ОД ГЛОБАЛНАТА КРИЗА



Лекции за редижајнирање 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 зголемениот левериџ, 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. Поставувањето 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 редизајнирање 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 спекулативните 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 спекулативните 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 редизајнирањето на меѓународната финансиска архитектура

Лекции за редизајнирање 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 прудентна 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 подобро 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 макропрудентните 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.



Табела бр. 3.4 - Вкупниот фискален стимул и неговите компоненти во земјите од Евро- зоната.

Фискална варијабла	Фискален импулс(Δ буџетски дефицит: р.р од БДП ¹⁸²)			Автоматски стабилизатори (Δ циклична компонента: р.р of БДП)			Фискална позиција и промена во приоритетните (Δ циклично 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

¹⁸² Позитивен знак значи експанзивна фискална политика и нарушување на фискалната рамнотежа

Табела бр. 3.3 - Преглед на дискреционите фискални стимули во земјите членки на ЕУ

Промена во фискални издатоци (агрегат на 2008-2009-10 ¹)	Фискална политика												
	Дискрециони стимули во 2009						Дискрециони стимули во 2010						
	Целосно	Мерки за дојде	Мерки за издатоци	Мерки за приходи	Мерки за трансферни	Мерки за капитални	Целосно	Мерки за дојде	Мерки за издатоци	Мерки за трансферни	Мерки за капитални	Мерки за консолидација во 2010	
% 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	1.1	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	0.0	0.1	0.5
FR	-4.9	1.6	0.3	0.1	0.9	0.3	0.0	1.4	0.3	0.0	0.0	1.0	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	-3.2	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
EA	-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

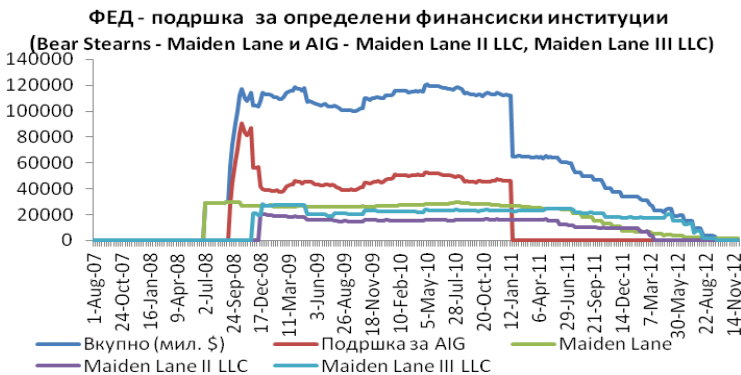
Извор: European commission database on recovery measures, Jonas Fischer and Isabe Justo, 2010

Табела бр.3.5 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)							
	Капитални инјекции		Купување на средства/ха ртии од вредност	Превземен и или отпишани долгови	Други мерки	Вкупен ефект на јавниот долг 2008- 2009	o/w ефек ти во 2008
	Аквизиц ија 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. 3.7



Извор: FED data - Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1):
http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recentrends.htm

Табела бр. 4.2 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 времесни период (послед. дата)	Последно стапнско ниво (послед. дата)	Последна промена на референтната стапка (дата)	Мерки за зголемување на ликвидноста	Купување на приватни харти од вредност	Купување на државни обврзници	FX ликвидноста поддршка (FX liquidity easing)	FX своп аранжман	Обезбета ликвидноста поддршка	Банкарски резерви	Купување на приватни харти од вредност	Купување на државни харти од вредност	FX ликвидноста поддршка (FX liquidity easing)
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
4.5 (Dec 3.07)	0.25 (Dec .09)	0.25 (Apr 21.09)	4/6	-	-	-	1/1	-	0.9/1.8	-	-	-
4.25 (Oct 7.08)	1.00 (Dec .09)	1.00 (May 7.09)	6/7	1/1	-	3/5	3/3	-	1.9/3.4	0.3/0.3	-	0.1/4.3
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
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
5.75 (Dec 5.07)	0.50 (Dec 09)	0.50 (Mar 5.09)	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
5.25 (Sep 17.07)	0.0-0.25 (Dec .09)	0.0-0.25 (Dec 16.08)	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. 4.3 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-епизоди	42	13.3	20

* Дефинирано како Вкупни фискални трошоци намалени за приносите од опоравувањето.

Извор: Laeven and Valencia (2008).

Табела бр.4.4 : Вкупните фискални трошоци од првите спасувачки пакети

	Капитални инекции	Гаранции	Вкупно најавени мерки ¹	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. 4.5 – 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
ОЕСД 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 4.5а – Фискалните стимули и јавните расходи

Земја		Фискалниот стимул во услови на криза/БДП		Нето трошоци за подршката на финанс. 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.4.6 **Композиција/структура на фискалните пакети**
(вкупно 2008-2010, % 2008 БДП)

Нето ефект		Даночни мерки					Мерки на јавни расходи					
		Вкупно	Индивиду-	Бизниси	Потрошувачка	Социјални придонеси	Вкупно	Финална потрошувачка	Инвестиции	Трансфери до домаќинс.	Трансфери за биз.	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. 4.7 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 на кредити во однос на доход (loan-to-income ratio)	Горна граница на позирувањето во странска валута	Планирање на кредитите или кредитниот раст	Лимити на нето отворените валутни позиции/валутни несогласања	Лимити на рончата трансформирација/несофитање	Задолжителна резерва	Контролнички стандарди за капитал	во зависност од времето/динамички резервации (time-varying/dynamic provisioning)	рестрикции на дистрибуцијата на профитот
ЗАПАДНА ХЕМИСФЕРА										
Аргентина										
Бразил										
Канада										
Чиле										
Колумбија										
Мексико										
Перу										
САД										
Уругвај										
АЗИЈА И ПАЦИФИКОТ										
Австралија										
Кина										
Хонг Конг										
Индија										
Индонезија										
Јапонија										
Кореа										
Малезија										
Монголија										
Нов Зеланд										
Филипини										
Сингапур										
Тајланд										
ЕВРОПА										
Австрија										
Белгија										
Бугарија										
Чешка										
Хрватска										
Финска										
Франција										
Германија										
Унгарија										
Исланд										
Италија										
Холандија										
Норвешка										
Полска										
Португалија										
Романија										
Русија										
Србија										
Словачка										
Шпанија										
Шведска										
Швајцарија										
Турција										
В. Британија										
АФРИКА										
Нигерија										
Јужна Африка										
СРЕДНА И ЦЕНТРАЛНА АЗИЈА										
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 свој од следниве атрибути - повеќекратен, таргетиран, варира во согласност со времето, дискреционен и употребен во координација со други политики - вредноста од 1 е додана



Извор: IMF Financial Stability and Macroprudential Survey, 2010

Табела 4.9 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	Примар. биланс	Структ. 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 4.10 – 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

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) Ahiakpor, W. C. J. (2004), "On the future of Keynesian economics" *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 63, No. 3.
- 4) 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.
- 5) 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
- 6) Akerlof, G., (1982), "Labor Contracts as Partial gift Exchange", *Quarterly Journal of Economics*, November.
- 7) Akerlof, G., and Yelen, J. L. (1985), "A Near-Rational Model of Business Cycle with Wage and Price Inertia", *Quarterly Journal of Economics*, Supplement.
- 8) Akerlof, G., and Yelen, J. L. (1987), "Rational Models or Irrational Behavior", *American economic Review*, May.
- 9) Akerlof, G., and Yelen, J. L. (1988), "Fairness and Unemployment", *American economic Review*, May.
- 10) Alberola, Lopez and Servén. (2004), "Tango with the Gringo: The hard peg and the misalignment in Argentina", World Bank Policy Research Paper 3322.
- 11) 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>
- 12) 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
- 13) Arreaza, M., B. Sorensen and O. Yosha. (1998), "Consumption Smoothing through Fiscal Policy in OECD and EU Countries," *NBER Working Papers*, 6372.
- 14) Auerbach, A. and Feenberg, D. (2000), "The Significance of Federal Taxes as Automatic Stabilizers," *Journal of Economic Perspectives*, Summer, 37-56.
- 15) 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.
- 16) Azar, G., Kamran, and Mansori. (2011), "2008 Economic crisis analysis", MPRA Paper No. 33160, posted 04. September 2011 / 23:46
- 17) Barro, J.R. (1995), "Inflation and economic growth" NBER Working Paper 5326, NBER, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138
- 18) Barro, J.R., Ursúa, F. J. (2008), "Macroeconomic Crises since 1870", NBER Working Paper 13940, NBER, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138

- 19)Barro, R. J. (January, 2009), "Government Spending Is No Free Lunch", New York, N.Y., Wall Street Journal.
- 20)Barro, R. J. (1986), "Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion." *Economic Journal* 96, Supplement, pp. 23-37.
- 21)Barsky B, Robert., and Kilian, Lutz. (January 2002), "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative" NBER Macroeconomics Annual 2001, Vol. 16.
- 22)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.
- 23)Baumeister, C., and Benati, L. (2010), "Unconventional Monetary Policy and
- 24)Baungsaard, T, and Symansky A, S. (2009), "Automatic Fiscal Stabilizers," IMF Staff Position Note SPN/09/23.
- 25)Berglöf, E. (2009), *Transition Report 2009: Transition in Crisis?* (London: European Bank for Reconstruction and Development).
- 26)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).
- 27)Bernanke S, B. (2004), *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, Princeton.
- 28)Bernanke S, B. (2005), "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit", Remarks at the Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.
- 29)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>
- 30)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.
- 31)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
- 32)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
- 33)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>
- 34)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
- 35)BIS (2010b), "Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring", Basel Committee on Banking Supervision.
- 36)BIS 79th Annual Report , Chapter II "The global financial crisis", June 2009. Достапно на: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>
- 37)BIS, (2010a (rev. June 2011), "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems", Basel Committee on Banking Supervision.

- 38) BIS. (2009), Issues in the Governance of Central Banks: A Report from the Central Bank Governance Group.
- 39) 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.
- 40) Blanchard, O., Dell Ariccia, G., and Mauro, P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF SPN/10/03.
- 41) 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.
- 42) Blinder, S.A. (1988), "The fall and rise of Keynesian economics" *Economic Record*, pp.278-94.
- 43) 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
- 44) Board of Governors (2009). "FOMC Statement," press release, March 18, www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm.
- 45) Board of Governors (2011). "FOMC Statement," press release, August 9, www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm.
- 46) Board of Governors (2012). "FOMC Statement," press release, January 25, www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm.
- 47) 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.
- 48) 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.
- 49) Borio, C. (2009), "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", *Banque de France Financial Stability Review* No. 13,
- 50) Borio, C. and Shim, I. (2007), "What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy?", *BIS Working Paper* No. 242.
- 51) Borio, C., and Drehmann, M. (2009a), "Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences", *BIS Working Papers*, No. 284.
- 52) Brunol'a, M. and Easterly b', W. (1997), "Inflation crises and long-run growth", *Journal of Monetary Economics* 41 (1998) 3 26
- 53) 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.
- 54) Bunea-Bontas, Cristina Aurora and Petre, Mihaela Cosmina , "Fiscal Policy during the current Crisis", *MPRA Paper* No. 18676, posted 16. November 2009
- 55) Byrns, R., and Stone, G. (1989), "*Macroeconomics*", 4th edition, Illinois, Scot, Foresman and Company, pp.490.
- 56) Calabria, A.M. (2009), "Did Deregulation Cause the Financial Crisis", *Cato Policy Report*.
- 57) Caplan, B. (2007), *The Myth of the Rational Voter: Why Democracies Choose Bad Policies*. Princeton: Princeton University Press.
- 58) Carfagnini, (2012), "Implications of the Financial Crisis: Canadian Performance", *The School of Graduate and Postdoctoral Studies The University of Western Ontario* London, Ontario, Canada, достапно на: <http://ir.lib.uwo.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=2081&context=etd>

- 59) Carletti, E., and Allen, F. (2009), "An Overview of the Crisis: Causes, Consequences and Solutions", *International Review of Finance*, 10(1), 1-26.
- 60) Carmassi, J., Gros, D., and Micossi, S. (2009), "The Global Financial Crisis: Causes and Cures", *JCMS*, Volume 47. Number 5. pp. 977–996.
- 61) 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
- 62) 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.
- 63) Cecchetti, "G.S. (1997), "Understanding the Great Depression: Lessons for Current Policy", NBER Working Paper 6015
- 64) 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.
- 65) 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).
- 66) Ćirovič, M. (1997), "*Monetarna ekonomija*", Beograd, Ekonomski fakultet.
- 67) Claessens, S., Dell Ariccia G., Igan, D., and Laeven, L. (2010), "*Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis*", IMF WP/10/44.
- 68) 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.
- 69) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, (2009), Financial Stability Plan Fact Sheet, ,
 достапен на:
http://www.cgsh.com/treasury_announces_obama_administrations_financial_stability_plan/
- 70) 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.
- 71) Collignon, S. (2012), "Europe's Debt Crisis, Coordination Failure, and International Effects" ADBI Working Paper Series, No. 370.
- 72) 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>
- 73) 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>
- 74) 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>.
- 75) 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.
- 76) 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>

- 77) 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
- 78) 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
- 79) Dadush, U. et al. (2010), "Paradigm lost: Euro in crisis" 2010 Carnegie Endowment for International Peace, available at: www.CarnegieEndowment.org/EuroCrisis
- 80) 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>
- 81) 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
- 82) 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.
- 83) 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>
- 84) 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).
- 85) 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.
- 86) 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 [27 Јули 2007].
- 87) Dolls, M., Fuest, C. and Peichl, A. (2010), "Automatic Stabilizers and Economic Crisis: U.S. vs. Europe NBER Working Paper No. 16275.
- 88) 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
- 89) ECB (2010d) "The ECB's Response To The Financial Crisis", ECB Monthly Bulletin, October 2010
- 90) ECB (2011a), "The ECB's Non-Standard Measures – Impact And Phasing-Out", ECB Monthly Bulletin, July 2011
- 91) ECB (2011b), "Recent developments in loans to the private sector", Monthly Bulletin, ECB, January 2011
- 92) ECB (2012), "Monetary And Fiscal Policy Interactions In A Monetary Union", ECB Monthly Bulletin , July 2012
- 93) 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

- 94) 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
- 95) ECB, (2009), "Decision Of The European Central Bank on the implementation of the covered bond purchase programme" ECB/2009/16, 2 July 2009. Види: http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_17520090704en00180019.pdf?c5438029d49a774926bd76f224c85265
- 96) ECB, (2010a) "Measures Taken By Euro Area Governments In Support Of The Financial Sector", ECB Monthly Bulletin, April 2010
- 97) ECB, (2010b), "The ECB's Monetary Policy Stance During The Financial Crisis", ECB Monthly Bulletin, January 2010
- 98) 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>
- 99) ECB, (2011c) "Monetary policy of ECB",. Достапно на: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>
- 100) ECB, (2011d) "Decision Of The European Central Bank on the implementation of the second covered bond purchase programme", (ECB/2011/17) , достапна на http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_29720111116en00700071.pdf?da497291c77ed268313e952f96dd64d5
- 101) Eggertsson, G. B., and Woodford, M. (2004), "Policy Options in a Liquidity Trap," *American Economic Review* 94 (2): 76-79.
- 102) Ehler, M. (2009), "Policy Responses to the global Financial Crisis, The University of Sydney", RBA Economics Competition, First Prize.
- 103) 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.
- 104) 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
- 105) 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.
- 106) 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
- 107) European Commission (2009c), "Public Finances in EMU", European Economy, No. 5.
- 108) 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
- 109) 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.
- 110) 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. Исто така: European Commission Communication on Impaired Assets, OJ C 72, 26 March 2009

- 111) European Commission, 2009. "Public Finances in EMU". European Economy No 3. European Commission: Brussels.
- 112) Even, S., and Feldman, N. (2009), "Implications of the Global Economic Crisis", Institute for National Security Studies (INSS)
- 113) 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
- 114) Executive Office of the President Economic Advisers, (2009), Economic analyses of CARS, ,
http://www.whitehouse.gov/assets/documents/CEA_Cash_for_Clunkers_Report_FIN_AL.pdf
- 115) "Економска енциклопедија I", (1984), Savremena administracija, Beograd.
- 116) Fabris, N. (2002), "Razvoj ekonomske misli o ekonomskoj politici", doktorska disertacija, Ekonomski fakultet-Beograd, str.347.
- 117) Fabris, N., i Dimitrijevic, B. (2007), "Ekonomska politika: Teorija i analiza", Ekonomski fakultet-Beograd, str.498.
- 118) 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.
- 119) Fatás, A., and Mihov, I. (2001), "The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence", *CEPR Discussion Paper*, 2760.
- 120) 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
- 121) Feldsein, M. (1991) "Reducing the risk of economic crisis", NBER Working Paper 3620, , NBER, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138
- 122) Financial Services Authority, (2009), "A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", (The Turner Review), London.
- 123) 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.
- 124) Fischer, S. (1993), "Long-Term Contracts, Rational Expectations, and The Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, February.
- 125) Fischer, S. (1995), "Long – Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule", *New Keynesian Economics*, 1 tom.
- 126) Fleming, M., Hrung, W., and Keane, F. (2010), "Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facilities," Federal Reserve Bank of New York Staff, Reports No. 426.
- 127) 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,
- 128) Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol.58, No.1, 1 - 17.
- 129) Friedman, M. (1956), "The Quantity Theory of Money: A Restatement" in M. Friedman (ed.) *Studies in Quantity Theory of Money*, Chicago: University Chicago Press.
- 130) Friedman, M. (1959), "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", NBER Occasional Paper 68.

- 131) Friedman, M. (1972), "Have monetary Policy Failed", *American Economic Review* 62, May, pp.11-18.
- 132) Friedman, M. (1975), "The Demand and Supply of Inflation," *Journal of Law and Economics* 18, , pp.807-836.
- 133) Friedman, M. (1976), "Recent Developments in the Theory of Inflation and unemployment." *Journal of Monetary Economics* 2, pp.185-219.
- 134) Friedman, M. (2002), " *Capitalism and Freedom*". 40th anniversary ed. Chicago:University of Chicago Press.
- 135) Friedman, M. (December 13, 1976), " Inflation and unemployment", Nobel Memorial Lecture.
- 136) Friedman, M., and Schwartz, A. J. (1963a), " A monetary history of United States 1867-1960", Princeton NJ: Princeton University Press for NBER.
- 137) Friedman, M., and Schwartz, A. J. (1963b),"Money and business cycles" *Review of Economics and Statistics* 45, supplement, pp.32-64.
- 138) 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.
- 139) 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.
- 140) 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>
- 141) 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.
- 142) 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.
- 143) 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.
- 144) Galati, G., and Richhild, M.. (2011), "Macroprudential policy – a literature review" BIS Working Papers, No. 337.
- 145) Galí, J., López-Salido, D., and Vallés, J. (2007), "Understanding the Effects of Government Spending onConsumption", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5 (March) pp. 227–70.
- 146) Gambacorta, L. (2009), "Monetary Policy and the Risk-Taking Channel," BIS Quarterly Review, December, pg. 43-53.
- 147) Ghosh, A., M. Chamon, C. Crowe, J. Kim, and J. Ostry. (2009), "Coping with the Crisis:Policy Options for Emerging Market Countries," IMF Staff Position Note No. 2010/04 (Washington: International Monetary Fund).
- 148) 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.
- 149) Giavazzi, F. (2010), "Fiscal and monetary policies in the crisis: The Exit stage" Inter-American Development Bank, No. IDB-DP-100.

- 150) 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>
- 151) 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,
- 152) Goldberg, L. S., Kennedy, C., and Miu, J. (2010), "Central Bank Dollar Swap Ines and Overseas Dollar Funding Costs," NBER Working Paper No. 15763.
- 153) Gordon J. R. (1997), "What is new-Keynesian economics?", *Journal of Economic Literature* 28, September, pp.1115-71 - in Macroeconomics Reader, edited by Snowdon B. and Vane H.
- 154) Gordon, J. R. (1981), "Output Fluctuations and Gradual Price Adjustment", *Journal of Economics Literature*, Vol.19, issue 2, June.
- 155) Graeme Donald Snooks.(2000), "*The Global Crisis Makers An End to Progress and Liberty?*", MACMILLAN PRESS LTD.
- 156) Grant, W., and Nath, S. (1984), "*The Politics of Economic Policy Making*", Blackwell.
- 157) Greene, E. J. (2002), "The Output Decline in Asian Crisis Countries: Investment Aspects", IMF WP/02/25.
- 158) 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.
- 159) Hamilton, J. D., and Jing C. Wu (2012), "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44 supplement (February), pp. 3-46.
- 160) 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.
- 161) 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.
- 162) Hornbeck, J. F. (2002), "The Argentina Financial Crisis: A chronology of Events", CRS report for Congress, code RS 21130, January 31, pp.1-6.
- 163) 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).
- 164) Hunt, B. (2005), "Oil Price Shocks: Can they Account for the Stagflation in the 1970s?", IMF Working paper 05/215.
- 165) IMF (2010a) "Central Banking Lessons from the Crisis", Prepared by the IMF Monetary and Capital Markets Department, Approved by José Viñals
- 166) IMF (2010b) "Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures" Background Paper, prepared by the IMF Monetary and Capital Markets Department, Approved by Christopher Towe
- 167) 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
- 168) IMF Fiscal Affairs Department, (2009), "The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009," IMF Staff Position Note 09/25.
- 169) IMF, (2009a), Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. Fiscal Affairs Department Staff Position Note SPN/09/13. Washington, DC: IMF.
- 170) IMF, (2009b), , "Market Interventions During the Financial Crisis: How Effective and How to Disengage?", Global Financial Stability Report, October 2009

- 171) IMF, (2009c), "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," Washington, D.C.
- 172) IMF, (2009d), "Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF," Washington, D.C.
- 173) IMF, (2009e), "Initial Lessons of the Crisis" Washington, D.C.
- 174) IMF, (2009f), , "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy" Approved by Olivier Blanchard.
- 175) IMF, (2010), "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?", prepared by the Strategy, Policy, and Review Department, Approved by Reza Moghadam.
- 176) 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.
- 177) IMF, (2010f), "Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures", prepared by the Monetary and Capital Markets Department, Approved by Christopher Towe :, Background Paper.
- 178) IMF, (2010g), "Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World", prepared by the Fiscal Affairs Department, Approved by Carlo Cottarelli:
- 179) IMF, (2010h), "Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation." World Economic Outlook (October), Chapter 3.
- 180) IMF, (2011), ARTICLE IV CONSULTATION, IMF Country Report No. 11/201
- 181) IMF, (2012), "Balancing Fiscal Policy Risks", Fiscal Monitor
- 182) IMF, World economic outlook (WEO) 2009: "Crisis Recovery",
- 183) IMF. (2012), "Commodity prices swings and commodity exporters"World Economic Outlook Chapter 4 – Growth Resuming Dangers Remain.
- 184) IMF.(2011), "Macroprudential Policy: An Organizing Framework – Background Paper".
- 185) 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.
- 186) Jakšič, M. i Pejić, L. (1999), "Razvoj ekonomske misli", Beograd, Ekonomski fakultet – Beograd, Čigoja štampa, str. 607.
- 187) Jakšič, M., Dimitrijević, B., Fabris, N. i Praščević, A. (2001), "Savremena makroekonomska misao", Beograd, Čigoja štampa.
- 188) Jakšič, M., Praščević, A., *Istorija ekonomije*, Ekonomski fakultet, 2007
- 189) Jickling, M. (2010), "Causes of the Financial Crisis", CRS Report for Congress, Congressional Research Service, Service, R40173.
- 190) 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.
- 191) Kanaya, Akihiro., and Woo, David. (January 2000), "The Japanese Banking Crisis of the 1990s: sources and Lessons", IMF WP/00/7.
- 192) 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.
- 193) 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.
- 194) 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.

- 195) Kirman, A. (2011), "The Crisis in Economic Theory", *Rivista Italiana degli Economisti*, Vol. 1.
- 196) 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>
- 197) 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.
- 198) 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.
- 199) Krugman, P. (2008), "Depression Economics Returns," *New York Times* (November 14, 2008).
- 200) 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>.
- 201) Krugman, P. (2011), "The Profession and the Crisis", *Eastern Economic Journal*, 2011, 37, (307–312).
- 202) Kydland, F. E. and Prescott, E. C. (1982), "Time to build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica* 50, November, pp. 1345-70.
- 203) 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.
- 204) Laeven, L. & Valencia, F. (2008), Systemic Banking Crises: A New Database. IMF, Working Paper, WP/08/224.
- 205) Laeven, L. and Valencia, F. (2010), "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly" IMF Working Paper, WP/10/146
- 206) Laffer, A. (2004), "The Laffer curve: Past, Present and Future", *Backgrounder, The Heritage Foundation*, No. 1765.
- 207) 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.
- 208) Laidler, D. (1986), "The new-classical contribution to macroeconomics", *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, pp.27-55.
- 209) Lars, J. (2008), "Lessons from Financial Liberalisation in Scandinavia", *Comparative Economic Studies*, 0, (1–35), European Commission, Brussels, Belgium.
- 210) Lawson, T. (2009), "The current economic crisis: its nature and the course of academic economics" *Cambridge Journal of Economics*, 33, 759–777.
- 211) 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.
- 212) Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., and X. Wu. (2011), "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", IMF Working Paper /11/238.
- 213) Lin, Y. J. (2009), Special Report, "Policy Responses to the Global Economic Crisis" Development Outreach World Bank Institute.
- 214) Long, B. (2000), "The triumph of Monetarism?", *American Economic Association, The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp. 83-94.
- 215) 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.

- 216) Lothian R, J. (2009), "U.S. Monetary Policy and the Financial Crisis", Federal Reserve Bank of Atlanta, CenFIS Working Paper 09-01.
- 217) Lucas E, Robert. (1986), "Principles of fiscal and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol.17, pp.117-134.
- 218) Lucas, R. (1972), "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, April, pp.103-24.
- 219) Lucas, E. R. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", Carnegie – Rochester Conference Series in Public Policy 1, pp.19-46.
- 220) Lucas, E. R. (June 1973), "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", *American Economic Review* 63, pp. 326-334.
- 221) 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.
- 222) 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.
- 223) Mai, N. (May 9, 2008), "Lessons from the 1990s Scandinavian banking crises" Economic Research, Global Data Watch, JPMorgan Chase Bank, London.
- 224) Malleret T., Orlova N., and Romanov V. (1999), "What Loaded and Triggered the Russian Crisis?", *Post-Soviet Affairs*, 15(2).
- 225) Manic, S. (2009), "Economic Crisis, Its Prospects and Challenges for Economic Theory", *Scientific Bulletin – Economic Sciences* . Vol. 8 (14) University of Pitesti.
- 226) Mankiw, G. (1985), "Small Menu Cost and Large Business Cycles: a Macroeconomic model of Monopoly", *Quarterly Journal of Economics*, May.
- 227) Mankiw, G. (1992), "The reincarnation of Keynesian economics", *European Economic Review* 36, April, pp. 559-65.
- 228) 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.
- 229) 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.
- 230) 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
- 231) McAndrews, J., Sarkar, A., and Wang, Z. (July, 2008), "The Effect of the Long-Term Auction Facility o the London Inter-Bank Offered Rate," Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 335.
- 232) 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.
- 233) 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.
- 234) 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.
- 235) Mishkin S. F. (2009), "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises", *American Economic Review*, 99 (2): 573-577.

- 236) 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.
- 237) 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
- 238) Moreno, R.(2011), "Policymaking from a "macroprudential" perspective in emerging market economies" BIS Working Papers, No. 336.
- 239) Mountford, A., and Uhlig, H. (2002), "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", *CEPR Discussion Paper*, 3338.
- 240) Muth, J. (1961), "Rational Expectations and the Theory of Price Movements," *Econometrica* 29, pp. 315-333.
- 241) Nakamura, E., and Steinsson, J. (2011), "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U.S. Regions." Unpublished paper, Columbia University.
- 242) Nanto, K.D. coordinator, (2009), "The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications" CRS Report for Congress RL34742.
- 243) 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.
- 244) 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.
- 245) Nier, E. (2009), "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis," IMF Working Paper 09/70.
- 246) 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.
- 247) Nuti D. M. (2009), "The Impact Of The Global Crisis On Transition Economies" *economic Annals* , Volume LIV, No. 181.
- 248) O'Connor, D. (2004), "*The Basics of Economics*", Connecticut (US), Greenwood press, pp.387.
- 249) 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>
- 250) 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>
- 251) Padoan, P. C. (2009), "Fiscal Policy in the Crisis: Impact, Sustainability, and Long-Term Implications, ADBI Working Paper Series No. 178.
- 252) Palley, I. T. (2004), "From Keynesianism to Neoliberalism: Shifting Paradigms in Economics", *Pluto Press*.
- 253) Parkin, M. (1986), "The Output-Inflation Trade-off When Prices are Costly to Change", *Journal of Political economy*, February.
- 254) 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.

- 255) Patinkin, D. (1990), "On different interpretations of the General Theory", *Journal of Monetary Economics* 26, pp. 205-43.
- 256) Peroti, E. (2001), "Lessons from the Russian Meltdown: The economics of Soft Legal Constraints", CERP Policy Paper No. 9.
- 257) Petrovic and Tutsch. (2009), "National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis", ECB Legal Working Paper No 8.
- 258) Phelps, E. S. (1967), "Phillips Curve, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time", *Economica* (N. S.) 34, pp. 254-281.
- 259) Plosser, C. I. (1989), "Understanding Real Business Cycles", *Journal of Economic Perspectives* 3, Summer, pp. 51-77.
- 260) Pollin, R. (2012), "US government deficits and debt amid the great recession: what the evidence shows" *Cambridge Journal of Economics* 2012, 36, 161–187.
- 261) Popov, V. (2011), "Currency crises in Russia and the transition economies", MPRA paper no. 28117.
- 262) 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
- 263) Praščević, 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
- 264) Raghuram, R. (2006), "Has Finance Made the World Riskier?" *European Financial Management* 12(4), pg. 499-533.
- 265) 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.
- 266) 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.
- 267) Reinhart, C., and Rogoff, K. (2009), The Aftermath of Financial Crises. *American Economic Review* 99 (2): 466–472.
- 268) 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
- 269) Reinhart, M.C. and Reinhart, R.V.(2010), "After a Fall", NBER Working Paper No. 16334
- 270) Revankar, S, N. (1980), "Testing of the Rational Expectations Hypothesis", *The Econometric Society, Econometrica, Vol. 48, No. 6, pp. 1347-1363.*
- 271) 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>
- 272) Romer, C. D., and Romer, H.D. (2010), "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks." *American Economic Review* 100: 763-801.
- 273) Romer, D. (1993), "The New Keynesian Synthesis", *The Journal of Economic Perspectives, VII tom, No.1.*
- 274) 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.
- 275) Romer, D. C. (2009), "The Economic Crisis: Causes, Policies, and Outlook", Testimony before the Joint Economic Committee.

- 276) 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., истотака *Revista de Economía Institucional*, Vol. 11, No. 21, Second Semester of 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1535520>
- 277) Roncaglia, A. (2005), "*The Wealth of Ideas - A History of Economic Thought*", New York, Cambridge University Press, pp.582.
- 278) 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.
- 279) Samuels, W.J., Biddle, J. and Davis, J. (2003), "*A companion to the history of economic thought*", Blackwell Publishing Ltd, pp. 712.
- 280) Sargent, T., and Wallace, N. (1976), "Rational Expectation and the Theory of Economic policy", *Journal of Monetary Economics*.
- 281) 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.
- 282) 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
- 283) Screpanati, E., and Zamagni, S. (2005), "*An Outline of the History of Economic Thought*", New York, Oxford University Press Inc. pp.559.
- 284) Sellin, P.(2009), "The central banks' extraordinary measures during the financial crisis", *Economic Commentaries*, No. 9, Sveriges Riksbank.
- 285) Servén, L., and Nguyen, H. (2010), "Global Imbalances Before and After the Global Crisis ", The World Bank Policy Research Working Paper 5354.
- 286) SESRIC, (2011), "European Debt Crisis and Impacts on Developing Countries?" SESRIC REPORTS ON GLOBAL FINANCIAL CRISIS, SR/GFC/11-9, July – December 2011
- 287) 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
- 288) Shapiro, C., and Stiglitz, J. (1984), "Equilibrium Unemployment as a Discipline Device" *American economic Review*, June.
- 289) SHEEN, J., & BLANCHARD, O. (2009), "*Macroeconomics*", Sydney, Pearson.
- 290) 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.
- 291) 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.
- 292) Slovik, P., and Cournède, B. (2011), "Macroeconomic Impact of Basel III" OECD Economics Department Working Papers No. 844.
- 293) 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.
- 294) Snowdon, B., and Vane, H. (2005 b), "*An Encyclopedia of Macroeconomics*", Cheltenham (UK) and Northampton, MA (USA), Edward Elgar Publishing Ltd, pp.752.
- 295) Snowdon, B., and Vane, H. (2005), "*Modern macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*", Cheltenham (UK), Edward Elgar Publishing Ltd, pp.803.

- 296) 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.
- 297) Stein L.J., and Lim, C.G. (March 2004), "Asian Crisis: Theory, Evidence, Warning – Signals", CESifo Working Paper No. 1159.
- 298) 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.
- 299) Stiglitz, J. (1987), "The Causes and Consequences of the Dependency of Quality on Prices", *Journal of Economics Literature*, March.
- 300) 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).
- 301) 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
- 302) Stulz, M. R. (2009), "Financial derivatives: Lessons From the Subprime Crisis" *The Milken Institute Review*. Достапно на: <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/faculty/stulz/publishedpapers/financial%20derivatives-Lessons%20from%20the%20subprime%20crisis.pdf>
- 303) Sturzenegger and Zettelmeyer, (2006) "Debt Defaults and a lessons from a Decade of Crisis", MIT Press, str. 385
- 304) Suppel, R. (2003), "Russia's Financial Markets Boom, Crisis and Recovery 1995-2001", The European Money and Finance Forum, SUERF Studies:2003/5, Vienna.
- 305) Swagel, P.(2009), "The Financial Crisis: An Inside View", Brookings Papers on Economic Activity, Conference Draft.
- 306) Swain, R. (2009), "Policy Responses to the global Financial Crisis, The University of Sydney", RBA Economics Competition.
- 307) 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.
- 308) Sweezy, A. (1972): "The Keynesians and Government Policy, 1933-1939", *The American Economic Review*, Vol. 62, No. 1/2 , pp. 116-124
- 309) Tagkalakis, A. (June, 2012), "The Effects Of Financial Crisis On Fiscal Positions", Bank of Greece, Working Paper 145.
- 310) Taylor B, J. (2009), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper No. 14631.
- 311) 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).
- 312) Taylor, B.J. (2007), "Housing and Monetary Policy", NBER Working Paper 13682.
- 313) Taylor, J. B. (1979), "Staggered Wage Setting in a Macro Model", *American economic Review*, May.
- 314) Tcherneva, R. P. (2011), "Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession", Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 649.
- 315) Temin, P. (January 2010), "THE GREAT RECESSION AND THE GREAT DEPRESSION" NBER Working Paper 15645 <http://www.nber.org/papers/w15645>
- 316) 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.

- a. 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.
- 317) The US President’s Economic Recovery Advisory Board, (2010) The Report on Tax Reform Options: Simplification, Compliance, and Corporate Taxation
- 318) 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>
- 319) 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
- 320) 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>
- 321) 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.
- 322) Tirole, J., and Farhi, E. (2009), “Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts.” NBER Working Paper Series 15138.
- 323) Trichet, J.C.K. (2010), Keynote speech at the 9th Munich Economic Summit, April 29.
- 324) Turner, P. (2010), “Macroprudential 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.
- 325) 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>.
- 326) U.S. Council of Economic Advisers. (2009), “The Effects of Fiscal Stimulus: A Cross-Country Perspective.
- 327) Ugai, H. (2006), “Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses,” Bank of Japan Working Paper Series, No.06-E-10.
- 328) 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
- 329) UNCTAD, (2000), “Asian crisis, distilling critical lessons”, Dilip K. Das, No. 152, UNCTAD /OSG/DP/152.
- 330) UNCTAD, (2009) Global economic crisis: implications for trade and development, Report by the UNCTAD secretariat TD/B/C.I/CRP.1.
- 331) 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:
- 332) 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

- 333) 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>
- 334) 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>
- 335) 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>
- 336) 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>
- 337) 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>
- 338) 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>
- 339) 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>
- 340) Vagi, G., and Groenewegen, P. (2006), “*A concise history of economic thought*”, Basingstoke: Palgrave Macmillan, pp.339.
- 341) Valdes, R. and Landerretche, O. (April 2001), “Lending Booms: Latin America and the World”, NBER WP 8249.
- 342) Vestin, D. (2006), “Price-Level Versus Inflation Targeting,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53. No.7: 1361-1376.
- 343) Vukadin, E. (1999), “*Ekonomska politika – teorija i primena*”, Dosije, Beograd.
- 344) Wade R. (2000), “The Asian debt and Development crisis from 1997: causes and consequences”, *World Development*, Vol.26, no. 1, pp.38-42.
- 345) Warwick, J., and Stoeckel, A. (2009), “The Potential Impact of the Global Financial Crisis on World Trade”, World Bank, Policy Research Working Paper 5134.
- 346) 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.
- 347) White, N.E. (2006), “Bubbles and busts: the 1990s in the mirror of the 1920s”, NBER Working Paper 12138
- 348) White, W. R. (2009), “Should Monetary Policy ‘Lean or Clean’?” Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 34.
- 349) Woodford, M. (1999), “Revolution and Evolution in Twentieth Century Macroeconomics”, *Conference - Frontiers of the mind in the Twenty-First Century Washington*, Princeton University.
- 350) 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.
- 351) Wu, T. (2008), “On the Effectiveness of the Federal Reserve’s New Liquidity Facilities,” Federal Reserve Bank of Dallas, Mimeo.
- 352) Yelen, J. (1984), “Efficiency–Wage Models of Unemployment”, *American economic Review*, May, Vol. 74.

- 353) 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.
- 354) Yellen L. J, (2012), “Perspectives on Monetary Policy” Vice Chair at the Boston Economic Club Dinner, Boston, Massachusetts.
- 355) Yilmaz, A. (2009), “ Policy Response To The Global Financialcrisis: Key Issues For Developing Countries”, South Centre, Geneva. Достапно на: <http://www.southcentre.org>
- 356) Петревски, Г. (2005), “Монетарна политика: Теорија и искуство на Македонија”, Скопје, Здружение за социо-економски развој, стр.361.
- 357) Петрески, Г. (2002), “Економски раст и развој: теории, модели и меѓународни искуства”, Економски факултет-Скопје, VIII, 856 стр.
- 358) Славевски, Т. (1989), “Современите економски школи во САД”, Комунист-Скопје, стр.144.
- 359) Стојков, М.(2008), “Развој на економската мисла”, Економски факултет - Скопје, (3 издание), XX, стр. 607.
- 360) Трпески, Љ. (2003), “Пари и банкарство”, Скопје, Economy press (2 дополнително и изменето издание), стр.731.
- 361) Трпески, П. (2005), “Новата Кејнзијанска економија”магистерски труд, Економски факултет-Скопје, стр.174.
- 362) Фити, Т. (1999), “Доминантните економски теории и карактерот на економските политики”, *Годишник на Економски факултет-Скопје*, т.34, стр.67-82.
- 363) Фити, Т. (2001), “Современи макроекономски концепции и економските политики”, Економски факултет - Скопје, стр.259 .
- 364) Фити, Т. (2006), “Економија – Основи на економијата”, Економски факултет - Скопје, стр.540.
- 365) Фити, Т.(2011), Кејнзијанска економска филозофија, МАНУ, Економски Факултет – Скопје.
- 366) 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
 - ✓ Поопширно за дисконтниот прозорец, дисконтните стапки, регулативата и ограничувањата кај ФЕД, види: <http://www.frbdiscountwindow.org/historicalrates.cfm?hdrID=20&dtIID>
 - ✓ 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
- ✓ 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>
- ✓ 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
- ✓ Committee on the Global Financial System (CGFS): www.bis.org/cgfs/index.htm
- ✓ International Accounting Standards Board (IASB): www.iasb.org
- ✓ International Organization of Securities Commissions (IOSCO): 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.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&dtIID>
- ✓ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>
- ✓ http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_17520090704en00180019.pdf?c5438029d49a774926bd76f224c85265

