

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

Докторска дисертација
на тема

**ЕКОНОМСКИТЕ ЕФЕКТИ НА
РАЗЛИЧНИТЕ ВИДОВИ МЕЃУНАРОДНИ
ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ СО ПОСЕБЕН
ОСВРТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

Кандидат,

м-р Никола Груевски

Ментор,

проф.д-рМихаил Петковски

Скопје, октомври 2017година

СОДРЖИНА

Кратенки.....	6
Графикони.....	7
Табели	11
1.ВОВЕД.....	12
1.1. Научна оправданост на темата	13
1.2. Предмет, цели и методи на истражувањето.....	15
1.3. Преглед на структурата на дисертацијата.....	16
2.ГЛОБАЛНИ ТРЕНДОВИ НА ТЕКОВИТЕ НА МЕЃУНАРОДНИОТ КАПИТАЛ.....	23
2.1. Методолошки напомени.....	23
2.1.1.Странски директни инвестиции.....	24
2.1.2.Странски портфолио-инвестиции.....	27
2.1.3.Странски финансиски деривативи	27
2.1.4.Други инвестициски текови (странски заеми)	27
2.2. Главни трендови и карактеристики на меѓународните текови на капитал	28
2.2.1.Глобални трендови: Ера на финансиска нормализација?	28
2.2.2.Трендови во земјите во развој и земјите во подем	38
2.2.3.Трендови во транзициските економии	43
2.3.Тековите на меѓународниот капитал и финансиската ранливост	45
2.4.Заклучни согледувања	46
3.ТЕОРЕТСКИ ОСВРТ КОН ЕФЕКТИТЕ ОД МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ.....	50
3.1. Потенцијални користи од меѓународната финансиска интеграција	50
3.2. Потенцијални ризици од меѓународната финансиска интеграција	53
3.3. Фактори на привлекување и одвлекување	56
3.4. Теоретскиот придонес на Џон Мајнард Кејнс и неговите следбеници	58
3.5. Неокласична анализа на користите и трошоците од меѓународната мобилност на капиталот	59
3.5.1.Придонесот на монетаристите и раните неокласичари	59
3.5.2.Лукасовиот парадокс	60
3.5.3.Моделот на Ремзи, Кас и Купманс	62
3.5.4.Интегрирани модели на меѓународни текови на капитал и меѓународна трговија со добра....	63
3.5.5.Критика на неокласичната економска теорија	64
3.6.Интертемпорални модели и модели на реални бизнис-циклуси	64
3.7.Неокејнзијански перспективи на меѓународната финансиска интеграција	65
3.7.1.Пазарните несовршености и меѓународната финансиска интеграција	65
3.7.1.1.Модели базирани на финансискиот акцелератор	66
3.7.1.2.Модели со асиметрични информации.....	67
3.7.1.3.Модели со финансиски фрикции.....	67

3.7.1.4. Модели базирани на правната заштита на инвеститорите	68
3.7.1.5. Модели со глобални нерамнотежи	68
3.7.2. Моделот на Стиглиц (Stiglitz, 2010)	69
3.8. Моделите на развојните економисти и структуралистите	71
3.9. Посткејнзијанскиот придонес на Хајман Мински	72
3.10. Критички осврт на теоретската литература	74

4. ПРЕГЛЕД НА ЕМПИРИСКАТА ЛИТЕРАТУРА ЗА ЕФЕКТИТЕ ОД ФИНАНСИСКАТА ГЛОБАЛИЗАЦИЈА..... 76

4.1. Финансиската глобализација и основните макроекономски варијабли	76
4.1.1. Улогата на контролите на капиталот	77
4.1.2. Структурата на странскиот капитал	77
4.1.3. Влијание врз потрошувачката и економскиот циклус	78
4.1.4. Влијание врз пазарот на недвижности	79
4.1.5. Влијание врз домашниот кредитен пазар и кредитниот раст	79
4.1.6. Влијание врз ценовната стабилност	80
4.1.7. Поврзаноста со режимот на девизниот курс	80
4.1.8. Финансиската глобализација и квалитетот на институциите	81
4.2. Емпириски пристапи во мерењето на финансиската отвореност на економиите	81
4.2.1. Пристапи базирани на правните ограничувања	82
4.2.2. Ценовно базирани пристапи	85
4.2.3. Пристапи базирани на фондот на капитал	86
4.2.4. Хибридни пристапи	88
4.3. Еволуција на односот на Меѓународниот монетарен фонд кон либерализацијата на капиталните трансакции	89
4.4. Користи и трошоци од оданочувањето на меѓународните финансиски трансакции	92
4.5. Влијанието на странскиот капитал врз економскиот раст и вработеноста	93
4.5.1. Вкупни приливи на меѓународен капитал	93
4.5.2. Структура на меѓународниот капитал	94
4.6. Приливот на странски капитал и појавата на финансиските кризи	96

5. КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НА СВЕТСКИТЕ ИСКУСТВА СО ПРИЛИВОТ НА СТРАНСКИ КАПИТАЛ..... 100

5.1. Странскиот капитал во Југоисточна Азија: Фактор на растот или фактор на финансиските кризи?	100
5.1.1. НР Кина	100
5.1.2. Индија	105
5.1.3. Малезија	108
5.1.4. Јужна Кореја	111
5.2. Либерализацијата на капиталните трансакции и искуството на Латинска Америка	115
5.2.1. Аргентина	115
5.2.2. Бразил	120
5.2.3. Мексико	124
5.3. Проширувањето на ЕУ и приливот на странски капитал во Централна и Источна Европа	129
5.3.1. Унгарија	129
5.3.2. Латвија	132
5.3.3. Словенија	133
5.4. Должничката криза во периферните економии на Европската унија	137
5.4.1. Грција	139

5.4.2. Ирска.....	143
5.4.3. Португалија.....	146
5.4.4. Шпанија.....	150
5.4.5. Заклучни согледувања.....	154

6. ЕМПИРИСКО ИСТРАЖУВАЊЕ НА ЕФЕКТИТЕ ОД МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ..... 157

6.1. Теоретска рамка на портфолио моделот.....	157
6.1.1. Спецификација на побарувачката за одделни видови финансиски инструменти.....	158
6.1.2. Услови за рамнотежа.....	163
6.1.3. Основни импликации на теоретскиот модел.....	164
6.1.4. Проценка на ефектите од различните политики.....	165
6.1.4.1. Стерилизација од страна на централната банка.....	165
6.1.4.2. Влијанието на контролите на капиталот.....	167
6.2. Емпириска стратегија.....	168
6.3. Избор на економетриската техника.....	171
6.4. Влијанието на различните видови меѓународен капитал врз економскиот раст.....	171
6.5. Влијанието на различните видови меѓународен капитал врз инвестициите.....	180
6.6. Влијанието на различните видови меѓународен капитал врз личната потрошувачка.....	184
6.7. Влијанието на различните видови меѓународен капитал врз штедењето.....	187
6.8. Влијанието на различните текови на меѓународен капитал врз вкупната факторска продуктивност.....	190
6.9. Влијанието на различните видови меѓународен капитал врз реалниот девизен курс.....	192
6.10. Влијанието на различните текови на меѓународен капитал врз кредитниот раст.....	194

7. ЕФЕКТИТЕ ОД МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА..... 199

7.1. Трендови во меѓународната финансиска интеграција на Република Македонија.....	199
7.1.1. Трендови на теките на капитал во Република Македонија.....	199
7.1.2. Либерализацијата на капиталните трансакции во Република Македонија.....	202
7.1.3. Меѓународната инвестициска позиција на Република Македонија.....	203
7.1.4. Кластер анализа: Странскиот капитал и економскиот раст во регионални рамки.....	205
7.2. Прилив и структура на странските директни инвестиции.....	208
7.2.1. Историски контекст и еволуција на странските директни инвестиции.....	208
7.2.2. Странски компании и активности за привлекување на странски директни инвестиции.....	212
7.2.3. Промотивни активности за привлекување на СДИ.....	227
7.2.4. Странски директни инвестиции и во услови на политичка криза.....	229
7.2.5. Критички осврт на структурата на СДИ.....	232
7.3. Прилив и структура на странските портфолио-инвестиции.....	236
7.4. Секторско распоредување на странскиот капитал во македонската економија.....	239
7.5. Анализа на ефектите од меѓународните текови на капитал во Република Македонија.....	242
7.6. Влијанието на странскиот капитал врз економијата.....	250
7.6.1. Странскиот капитал и извозните перформанси на македонската економија.....	251
7.6.2. Ефектите од странските директни инвестиции врз вработеноста.....	257
7.6.3. Ефекти од странските директни инвестиции врз домашните фирми.....	259
7.6.4. Странскиот капитал и развојот на финансискиот сектор.....	261

8.ПРЕДЛОЗИ ЗА ИДНИТЕ ПОЛИТИКИ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ВО ОДНОС НА МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ.....	263
8.1. Постепена или брза либерализација на финансиската сметка од билансот на плаќања?..	263
8.1.1.Влијанието на режимот на девизен курс	263
8.1.2.Степен на либерализација на капиталните трансакции.....	266
8.2. Политики и мерки за привлекување на странскиот капитал	268
8.3. Државната помош и странските инвестиции	272
8.4. Соработка на странските компании и домашните компании и образовна понуда.....	274
9.ЗАКЛУЧОЦИ И ПРЕПОРАКИ	278
9.1. Период на финансиска нормализација	278
9.2. Мобилноста на капиталот во земјите во развој и земјите во транзиција	279
9.3. Во потрага по универзална теорија на мобилност на капиталот	280
9.3.1.Користи од тековите на странскиот капитал.....	281
9.3.2.Ризици поврзани со меѓународните текови на капиталот	282
9.3.3.Приближување на академските ставови	283
9.4. Либерализацијата на капиталните трансакции	285
9.5. Лекции од компаративните искуства.....	287
9.6. Тековите на меѓународниот капитал и валутните војни	290
9.7. Влијанието на странскиот капитал врз основните макроекономски варијабли.....	290
9.8. Ефектите од странскиот капитал во Република Македонија	293
9.9. Насоки за идните истражувања.....	296
Користена литература	298

Кратенки

БДП	Бруто домашен производ
БИС	Банка за меѓународни порамнувања
БРИК	Бразил, Руска Федерација, Индија и НР Кина
БРИКС	Бразил, Руска Федерација, Индија, НР Кина и Јужна Африка
ЕБОР	Европска банка за обнова и развој
ЕИБ	Европска инвестициска банка
ЕК	Европска комисија
ЕЦБ	Европска централна банка
ЗНД	Заедница на независни држави
ММФ	Меѓународен монетарен фонд
ОЕЦД	Организација за економска соработка и развој
СДИ	Странски директни инвестиции
СПИ	Странски портфолио-инвестиции
ТИРЗ	Технолошко-индустриска и развојна зона
ВМР6	Шесто издание на Прирачникот за билансот на плаќања и меѓународната инвестициска позиција на Меѓународниот монетарен фонд
НАФТА	Договор за слободна трговија во Северна Америка
UNCTAD	Комисија за трговија и развој на Обединетите нации

Графикони

Графикон 1. Вредност на глобалните приливи на капитал, 1980-2015 (во трилиони американски долари)	31
Графикон 2. Учествата на одделни видови меѓународен капитал во светски рамки, 1980-2015 година (во проценти)	33
Графикон 3. Вредност на глобалната финансиска актива, 1990-2014 година (крај на период, во трилиони американски долари)	34
Графикон 4. Вредност на тековите на капиталот меѓу одделни региони, 2002, 2012 и 2014 година (во проценти од светскиот БДП).....	36
Графикон 5. Извозници и увозници на капитал по економски и географски групации, 2007-15 година (во милијарди американски долари)	37
Графикон 6. Земјизвозници и увозници на капитал во 2015 година (во милијарди американски долари)	37
Графикон 7. Тековите на меѓународен капитал во одделни светски региони, 2000-2015 година	39
Графикон 8. Вредност на тековите на странски капитал во земјите во развој и земјите во подем (1980-2013* година, во милијарди американски долари)	39
Графикон 9. Промени во структурата на приливите на СДИ (1990-2015 година, во проценти)	41
Графикон 10. Структура на нето-тековите на капитал во одделни групи земји, 1997-2017 година .	42
Графикон 11. Мобилноста на капиталот и појавата на банкарски кризи во светот, 1800-2008 година	46
Графикон 12. Степен на финансиска отвореност на одделни групи економии (1970-2015)	83
Графикон 13. Финансиска отвореност на одделни економии (1970-2015 година).....	84
Графикон 14. De facto и de jure финансиска глобализација во светот, 1970-2011* година	87
Графикон бр.15. Индикатори за степенот на финансиска отвореност на земјите од Југоисточна Европа (1993-2015 година, во проценти од БДП).....	88
Графикон 16. Венов дијаграм со таксономија на епизодите на ненадејна динамика на тековите на меѓународниот капитал.....	98
Графикон 17. Структура на нето-приливите на странски капитал во НР Кина, 1982-2015 година	100
Графикон 18. Бруто-приливи на СДИ во НР Кина и САД, 1980-2015 (во милиони американски долари)	101
Графикон 19. Показатели за меѓународната финансиска интеграција на НР Кина (1982-2015)	101
Графикон 20. Состојба (фонд) на странски директни инвестиции (во милиони американски долари) и БДП по жител (во американски долари) на одбрани економии од Југоисточна Азија (2015 година)	103
Графикон 21. Показатели за меѓународната финансиска интеграција на Индија (1980-2016).....	106
Графикон 22. Структура на нето-приливите на странски капитал во Индија, 1980-2016 година ..	106
Графикон 23. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Малезија (1980-2015), во проценти од БДП.....	109
Графикон 24. Либерализација на капиталната сметка и нето-приливи на меѓународен капитал во Јужна Кореја, 1980-2015 година.....	112
Графикон 25. Нето-приливи и видови меѓународен капитал во Јужна Кореја, 1980-2015 година .	113

Графикон 26. Показатели за меѓународната финансиска интеграција на Аргентина (1976-2015 година).....	117
Графикон 27. Структура на странскиот капитал во Аргентина (1976-2015 година).....	118
Графикон 28. Реалниот ефективен девизен курс на аргентинскиот пезос и аргентинскиот аустрал*, 1960-2015 година	118
Графикон 29. Либерализацијата на капиталните трансакции и нето-приливите на меѓународниот капитал во Мексико, 1980-2015 година.....	126
Графикон 30. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Мексико, 1980-2015 година.....	126
Графикон 31. Состојба (фонд) на странски директни инвестиции во Латинска Америка на крајот на 2015 година (во проценти од БДП).....	128
Графикон 32. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Унгарија, 1980-2015 година	130
Графикон 33. Странски директни инвестиции (нето) во Унгарија, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	130
Графикон 34. Странски портфолио-инвестиции (нето) во Унгарија, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	130
Графикон 35. Други инвестициски текови (нето) во Унгарија, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	130
Графикон 36. Нето-приливи и видови меѓународен капитал во Латвија, 1982-2015 година.....	132
Графикон 37. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Словенија, 1992-2015 година	134
Графикон 38. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Словенија, 1992-2015 година (во проценти од БДП)	136
Графикон 39. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Грција, 1980-2015 година	140
Графикон 40. Каматни стапки на десетгодишните државни обврзници на одбрани членки на еврозоната, 1992-2015 година (во проценти)	141
Графикон 41. Структура на нето-приливите на странски капитал во Грција, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	142
Графикон 42. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Ирска, 1980-2015 година	144
Графикон 43. Странски директни инвестиции (нето) во Ирска, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	144
Графикон 44. Странски портфолио-инвестиции (нето) во Ирска, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	144
Графикон 45. Други инвестициски текови (нето) во Ирска, 1980-2015 година (во проценти од БДП)	144
Графикон 46. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните нето-текови на капиталот во Португалија, 1980-2015 година	146
Графикон 47. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Португалија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)	148
Графикон 48. Долгорочниот пад на националното бруто-штедење и бруто-инвестициите во Португалија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)	149

Графикон 49. Просечна цена на квадратен метар резиденцијален простор во Шпанија, 2001-2016 година (евра за квадратен метар).....	151
Графикон 50. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Шпанија, 1980-2015 година	152
Графикон 51. Странски директни инвестиции (нето) во Шпанија, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	152
Графикон 52. Странски портфолио-инвестиции (нето) во Шпанија, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	152
Графикон 53. Други инвестициски текови (нето) во Шпанија, 1980-2015 година (во проценти од БДП).....	152
Графикон 54. Промени на кредитниот рејтинг на долгорочните државни обврзници на европските периферни економии според „FitchRatings“, 1995-2016 година	155
Графикон 55. Корелација меѓу нето-приливите на странски капитал и стапката на реален раст на БДП, пред и по светската финансиска криза (1996-2007 и 2008-2015 година)	169
Графикон 56. Големината на економијата (природен логаритам) и нето-приливите на меѓународен капитал (во проценти од БДП), 1996-2015 година	170
Графикон 57. Прирастот на вкупната факторска продуктивност и нето-приливите на меѓународниот капитал (како процент од БДП) во 30 економии, 1996-2015 година	191
Графикон 58. Просечен пораст на вкупната факторска продуктивност и нето-приливите на меѓународниот капитал (како процент од БДП) во 30 економии, 1996-2015 година	192
Графикон 59. Реалниот ефективен девизен курс (2010=100) на економиите во подем и транзициските економии, 1996-2015 година	193
Графикон 60. Структура на нето-приливите на странски капитал во Република Македонија, просек за периодот 1998-2015 година.....	199
Графикон 61. Вредност и структура на нето-приливите на странски капитал во Република Македонија, 1998-2015 година.....	200
Графикон 62. Официјални и приватни нето-приливи на странски капитал во Република Македонија, 1998-2015 година.....	201
Графикон 63. Степен на либерализација на капиталните трансакции, 1970-2014 година.....	202
Графикон 64. Вредност на надворешните средства на Република Македонија (2003-30.09.2016 година, во милиони американски долари).....	204
Графикон 65. Вредност на надворешните обврски на Република Македонија (2003-30.09.2016 година, во милиони американски долари).....	204
Графикон 66. Приливи и одливи на СДИ во Република Македонија, 1998-2015 година (во милиони долари)	211
Графикон 67. Структура на странските директни инвестиции (нето-приливи) во Република Македонија, 1998-2015 година.....	233
Графикон 68. Споредба на состојбата (фондот) на странски директни инвестиции (процент од БДП) во транзициските економии и Република Македонија, 1996-2015 година	234
Графикон 69. Учество на првите пет земји-најважни инвеститори во Република Македонија, 1997-2015 година (кумулативно ниво на СДИ, во проценти)	235
Графикон 70. Структура на странските портфолио-инвестиции во Република Македонија, 1998-2015 година (во милиони американски долари).....	236

Графикон 71. Промени на кредитниот рејтинг на долгорочните државни обврзници на одбрани земји од Југоисточна Европа, според „FitchRatings“, 1996-2016 година.....	238
Графикон 72. Распоредување на странските директни инвестиции по дејности, 2009-2016 година (состојба на крајот на годината, во проценти).....	240
Графикон 73. Движења (текови) на странските директни инвестиции по дејности, 2009-2016 година (во милиони евра)	241
Графикон 74. Распоредување на СДИ во производството, 2009-2016 година (состојба на крајот на годината, во проценти од БДП).....	242
Графикон 75. Графички приказ на епизодите на напливии ненадејни запирања на меѓународниот капитал во македонската економија, 2000q1-2016q1	244
Графикон 76. Графички приказ на епизодите на бегство на капиталот и ненадејно намалување на меѓународниот капитал во македонската економија, 2000q1-2016q1	245
Графикон 77. Епизоди на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал, 2000q1-2016q2.....	246
Графикон 78. Макроекономски ефекти по ненадејното запирање на странскиот нето-капитал во третиот квартал од 2010 година	249
Графикон 79. Структура на извозот по производи (2010 - I-X 2016 година, во проценти)	253
Графикон 80. Географска дистрибуција на извозот (во проценти од вкупниот извоз)	253
Графикон 81. Надворешна трговска размена на стоки од страна на новите компании, 2011-2016 година (во проценти од БДП)	254
Графикон 82. Извоз и увоз на новите компании (структурно учество, во проценти)	255
Графикон 83. Главни дестинации од аспект на новосоздадени работни места (на милион жители) преку странски директни инвестиции во 2015 година	258
Графикон 84. Либерализацијата на капиталните трансакции во Република Македонија и во земјите со различни варијанти на режимот на фиксен девизен курс, 1997-2015 година	265

Табели

Табела 1. Тековите на меѓународниот капитал пред и по светската економска криза (2007-2015 година).....	32
Табела 2. Должнички наспроти недолжнички текови на капиталот: Историски поглед	38
Табела 3. Структура на тековите на капитал во земјите во подем и земјите во развој, 2003 и 2013 година (во милијарди американски долари).....	42
Табела 4. Историски преглед на контролите на капиталот во посткризниот период во Бразил.....	123
Табела 5. Ефекти од приливот на странски капитал преку купување домашни финансиски инструменти, кои не се обврзници.....	165
Табела 6. Структура на примерокот	169
Табела 7. Емпириска важност на одбрани фактори на економскиот раст во 30 економии во подем и 14 транзициски економии, 1996-2015 година (динамички панел модел).....	175
Табела 8. Споредба на проценетите ефекти од нето-приливот на меѓународен капитал и паричните дознаки на иселениците, 1996-2015 година.....	176
Табела 9. Проверка на конзистентноста на резултатите за 14 транзициски економии	179
Табела 10. Влијанието на различните видови меѓународен капитал врз домашни бруто-инвестиции, 1996-2015 година (динамички панел модел).....	183
Табела 11. Влијание на различните текови на меѓународен капитал врз личната потрошувачка, 1996-2015 година (динамички панел)	186
Табела 12. Влијание на различните текови на меѓународен капитал врз националното бруто-штедење, 1996-2015 година (динамички панел).....	189
Табела 13. Влијание на различните текови на меѓународен капитал врз кредитниот раство 30 економии и 14 транзициски економии, 1996-2015 година (динамички панел)	197
Табела 14. СДИ во Република Македонија (1997-II 2017).....	209
Табела 15. Епизоди на напливи и ненадејни запирања на тековите на меѓународен капитал во Република Македонија, 2000q1-2016q1	244
Табела 16. Епизоди на бегство на капиталот и ненадејно намалување на меѓународниот капитал во македонската економија, 2000q1-2016q1	245
Табела 17. Извозна диверзификација на земјите во регионот, 2011-2015 година	256
Табела 18. Сопственичка структура на финансиските институции во Република Македонија (2015 година).....	261
Табела 19. Фреквенција (зачестеност) на одделни режими на девизен курс во 182 земји, 1970-2015 година.....	264

1. ВОВЕД

Неодамнешната светска економска криза предизвика драматично намалување на нето-приливите на странскиот капитал во светски рамки. Не само што беше намален приливот на странски капитал, туку беше регистриран и сериозен одлив на капиталот од земјите во развој и земјите во транзиција кон развиените пазарни стопанства. Тековите на меѓународниот капитал ја сменија насоката на движење, и истовремено, станаа силно варијабилни и тешко предвидливи. Ваквата неповолна динамика на меѓународните финансиски текови предизвика најмалку две загрижености за креаторите на макроекономската политика во земјите во развој и земјите во транзиција. Првата загриженост е дека со избувнувањето на светската економска криза беа намалени разликите во очекуваните стапки на економски раст меѓу развиените пазарни стопанства, од една страна, и земјите во развој и во транзиција, од друга страна. Влошените економски перспективи во втората група земји, сосема очекувано, резултираа во масовно повлекување на странскиот капитал во посигурниот деловен амбиент, кој го нудат развиените пазарни стопанства. Втората загриженост е дека драматичното запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал може лесно да резултира во финансиски (банкарски и/или валутни) и економски кризи, со несогледливи долгорочни последици за националните економии.

Инспирацијата за изборот на темата на докторската дисертација е поврзана со потребата продлабочено да се проучат економските ефекти на различните видови меѓународни текови на капитал, со посебен акцент на импликациите за Република Македонија. Домашната академска литература од оваа област е прилично ограничена и недоволно фокусирана на потребите на креаторите на макроекономската политика. Неодамнешниот крах на глобалната економска активност и меѓународните финансиски пазари, најголем во изминативе 80 години, ги доведе во сомнеж дел од постулатите и парадигмите на економската наука и отвори многу прашања, кои уште долго ќе останат недоволно убедливо одговорени. Нестабилноста на меѓународните финансиски текови создаде сериозни главоболки за оние кои ги дизајнираат економските политики, но истовремено понуди и многу широко поле за истражување на академските економисти. Во таа смисла, докторската дисертација нуди критичка анализа на најновите теоретски сознанија, обезбедува разгранет емпириски пристап кон политиките и ефектите од управувањето со тековите на капитал, и формулира низа препораки во однос на „оптималното“ ниво на изложеност кон финансиската глобализација. Иако анализата на компаративните искуства зафаќа значаен дел од докторската дисертација, нејзината основна цел е да се извлечат релевантни заклучоци за македонската економија.

1.1. Научна оправданост на темата

Една од главните карактеристики на современата глобална економија е значително зголемената мобилност на капиталот во меѓународни рамки, тренд кој започна уште во доцните осумдесети години на XX век. Причините за брзиот подем на финансиската глобализација, вообичаено, се поврзуваат со потребата од меѓународна диверзификација на инвестициите, но и со општиот тренд на либерализација на капиталните трансакции во билансот на плаќања.¹ Други, не помалку важни, фактори за силниот пораст на меѓународната финансиска интеграција се: зголемувањето на трговијата со добра и услуги, дерегулацијата на домашните финансиски системи, меѓународниот натпревар во намалувањето на фискалното оптоварување и привлекувањето странски инвестиции, како и импозантните програми за приватизација на сегменти од јавниот сектор во многу земји (на пример, Lane and Milesi-Ferretti 2008). Важно е да се посочи дека осумдесетите години на минатиот век беа обележани во духот на неолибералните идеи, кои брзо го пробиваа патот до политичките елити. Силна поддршка за овие идеи и политики беше обезбедена со доаѓањето навласт на прочуената конзервативна политичарка, Маргарет Тачер во Велика Британија во 1979 година и американскиот претседател Роналд Реган во САД во 1980 година. Деретулацијата, намалувањето на даночниот товар, трговската и финансиската либерализација беа неразводни елементи на неолибералниот поглед и, „laissez-faire“ филозофијата кон економските текови и феномени.

Макроекономската теорија нагласува повеќе користи, кои произлегуваат од глобалните текови на капитал. Според неокласичната економска теорија, капиталот е во потрага по повисоки стапки на принос и се движи од развиените земји кон земјите во развој и земјите во транзиција. Секако, и земјата домаќин ужива бројни придобивки: пораст на капиталните фондови и проширување на производствениот потенцијал на економијата, дополнување на изворите на домашното штедење, можност за позајмување во услови на неповолни шокови со цел да се ублажат негативните последици врз производството и вработеноста, можност за позитивни прелевања (екстерналии) кон домашните индустрии и слично.

Од друга страна, непреченото движење на странскиот капитал често знаеше да предизвика дестабилизација на националните економии, особено кога стануваше збор за големи варијации на меѓународните финансиски текови и масовно бегство на капиталот (Leijonhufvud 2007).

¹ Според канадскиот економист и добитник на Нобеловата награда за економија, Роберт Мандел, втората ера на финансиска глобализација започнува со првиот нафтен шок во 1973 година и колапсот на Бретвудскиот систем (види повеќе кај Das 2010).

Разгорувањето на Мексиканската валутна криза во декември 1994 година, Азиската финансиска криза во јули 1997 година, Руската финансиска криза во август 1998 година, Аргентинската криза во декември 2001 година и секако, неодамнешната светска економска и европска должничка криза, покажува дека во одредени околности, трошоците од меѓународното финансиско интегрирање можат да ги надминат користите од него. Заради тоа, некои земји, како на пример Индија, имаат многу внимателен однос кон либерализацијата на меѓународните текови на капиталот.

И покрај бројните истражувања во оваа област, академската професија сè уште не може да изгради консензус околу ефектите од бруто- и нето- меѓународните текови на капитал.² Ако во деведесетите години на XX век највлијателните економисти се залагаа за финансиска либерализација, денес повеќето се прилично претпазливи околу ова прашање (на пример, Prasad and Rajan (2008) и Stiglitz (2010)). Дури и препораките на Меѓународниот монетарен фонд (во натамошниот текст: ММФ) значително се менуваа во последните три децении, во зависност од условите во глобалната економија и зачестеноста на финансиските кризи. Од тие причини, многу креатори на економската политика се соочуваат со спротивставени академски совети во однос на „оптималниот“ степен на финансиска отвореност, соодветната брзина на либерализација на финансиската сметка од билансот на плаќања, па дури и околу најповолната структура на меѓународните текови на капитал.

Нето-тековите на меѓународниот капитал се резултанта на бројни економски и некономски фактори, чие влијание доаѓа до израз во онаа мера, која е дозволена од степенот на либерализација на капиталните трансакции на билансот на плаќања. Повисокиот степен на отвореност на капиталната сметка може, но не мора, да резултира во значајни прекугранични текови на капиталот. Така на пример, недостигот на апсорптивна моќ на националната економија и слабиот институционален капацитет можат да бидат сериозна пречка за привлекување на позначајни износи на странски капитал (Durham and Benson 2004). Од друга страна, дури и прецизно дизајнираните контроли на тековите на капиталот може да не ги дадат посакуваните резултати, доколку истите не се спроведуваат доследно во практиката.

Нето-тековите на странскиот капитал претставуваат комплексна проблематика, бидејќи тие се определени од однесувањето на домашните и странските резиденти, како и од реториката и практиката на креаторите на економската политика. Постојат многу примери, во кои финалниот резултат во однос на остварениот обем и структура на нето-тековите на меѓународниот капитал е директно или индиректно управуван од креаторите на економската политика. Доколку владата

² Бруто-тековите на капиталот се дефинираат како збир на нето-приливите на странски капитал и нето-одливите на капитал од националната економија. Нето-тековите на странскиот капитал се дефинираат како разлика меѓу нето-приливите на странски капитал и нето-одливите на капитал од националната економија.

очекува низок прилив на странски капитал врз основа на странски директни или портфолио-инвестиции, таа може да се задолжи во странство, со цел да ги ублажи последиците од недостигот на домашно штедење. Сево ова укажува дека напорите за изолиран пристап во проучувањето на нето-тековите на странскиот капитал не би биле целосно успешни. Оттука, потребен е холистички (сеопфатен) пристап, кој ќе ги земе предвид бројните детерминанги и последици од мобилноста на капиталот во меѓународни рамки.

Имајќи го предвид наведеното, ова истражување настојува да даде оригинален научен придонес во проценката на економските ефекти од меѓународната финансиска интеграција, како и да ја дополни скромната домашна научна литература во ова поле на меѓународните финансии.

1.2. Предмет, цели и методи на истражувањето

Предмет на проучување во докторската дисертација се економските користи и трошоци од меѓународната финансиска интеграција за земјите со различно ниво на економска развиеност, со посебен осврт на Република Македонија. Истовремено, ќе биде проучена поврзаноста меѓу структурата на меѓународните текови на капиталот и секторското распоредување на инвестициите, од една страна, и ефектите за националната економија, од друга страна.

Докторската дисертација пред себе ги има следните специфични истражувачки цели:

1. да понуди критичка анализа на доминантните теоретски и емпириски истражувања на ефектите од финансиската глобализација;
2. да ги процени и вреднува користите и ризиците од либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања и приливот на странскиот капитал во земји со различен степен на економска развиеност;
3. да ги проучи ефектите од различната структура и секторска насоченост на меѓународните приливи на капитал во економијата на земјата-примател;
4. да ги оцени користите и трошоците од досегашните приливи на меѓународен капитал за македонската економија и
5. да понуди конкретни препораки за дизајнирање на идните политики на Република Македонија во поглед на привлекувањето на странскиот капитал и изборот на соодветната брзина на либерализација на финансиската сметка од билансот на плаќања.

Преку употреба на компаративниот метод, докторската дисертација нуди продлабочена анализа на користите и ризиците од отворањето на финансиската сметка од билансот на плаќања на платниот биланс, но и на ефектите од различната структура и насоченост на странскиот капитал во домашната економија. Резултатите од овие анализи помагаат во пронаоѓањето на „соодветниот“ степен на отвореност на финансиската сметка од билансот на плаќања, и многу поважно, во проценката на ефектите од меѓународните нето-приливи на капитал во Република Македонија. Преку примената на историскиот метод се проучува еволуцијата на ставовите на ММФ кон либерализацијата на капиталните трансакции во платниот биланс, во одделни етапи од развојот на глобалната економија. Историскиот метод е употребен и во проучувањето на мерките за управување со странскиот капитал и искуствата на 15 економии во последните три или четири децении, во зависност од расположливоста на податоците. Индуктивното заклучување доаѓа до израз при проучувањето на сличните искуства на одделни земји и извлекувањето на општи заклучоци за доминантните ефекти на странскиот капитал. Исто така, истражувањето користи модерни економетриски техники, преку кои се испитува поврзаноста и причинско-последичната врска меѓу макроекономските појави. Преку т.н. сегментациска или кластер-анализа се врши идентификување на заедничките структури и обрасци, кои важат за определени групи економии. Во конкретниот случај, ќе бидат проучувани земјите со слични перформанси во поглед на економскиот раст и нето-приливот на меѓународен капитал. Преку т.н. „студии на случај“ ќе биде проучена динамиката на тековите на странски капитал во 15 земји, вклучително и Република Македонија, со цел да се генерализираат одделни поуки и заклучоци.

1.3. Преглед на структурата на дисертацијата

Во втората глава се прави краток критички осврт на главните трендови и основните карактеристики на меѓународните текови на капиталот во последните четири децении. Во првиот дел се дадени методолошки појаснувања, во интерес на употреба на конзистентна и споредлива терминологија и методолошки пристап низ докторската дисертација. Во нив се поимно определени и објаснети различните видови странски капитал и каналите на нивното влијание врз домашната економија. Анализата на нето-приливите на меѓународниот капитал ги идентификува долгорочните трендови од аспект на: (а) нивото на економска развиеност на земјитереципиенти (развиени пазарни стопанства, земји во развој и земји во транзиција), (б) географската насоченост и (в) инциденцата или зачестеноста на финансиски кризи.

Во третата глава на докторската дисертација е понуден критички преглед на традиционалните и современите теории за претпоставените врски меѓу странските директни инвестиции, странските портфолио-инвестиции и странските кредити, од една страна, и економските перформанси на земјатареципиент, од друга страна. Вообичаено, се претпоставува дека либерализацијата на капиталните текови и финансиската глобализација овозможуваат поефикасна алокација на ресурсите, подобра диверзификација на ризикот, побрз развој на финансискиот систем, подобрување на дисциплината на макроекономските политики и сл. Сепак, светски признаени авторитети (како на пример, Stiglitz 2010a,b) нагласуваат дека либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања нема да ги даде посакуваните резултати, доколку во економијата-примател се присутни значајни пазарни несовершености и институционални слабости. Многу веројатно е дека земјата со недоволно развиени институции и недоволна заштита на сопственичките права ќе биде непривлечна за странските инвеститори.

Во академската литература постои и влијателна теоретска струја, која ги нагласува ризиците од финансиската глобализација (на пример, Rodrik and Subramanian 2009; Roubini and Mihm 2011). Според противниците на забрзаната финансиска глобализација, земјите кои беа најмногу погодени од неодамнешната светска финансиска криза беа оние со висок степен на либерализација на финансиската сметка од билансот на плаќања. Во рамките на оваа глава ќе бидат критички анализирани погледите на Џон Мајнард Кејнс во однос на либерализацијата на капиталните трансакции и ефектите од нето-приливите на меѓународниот капитал, потоа ќе бидат презентирани и евалуирани ставовите на неокласичните економисти, ќе следува критичка анализа на неокејнзијанските и посткејнзијанските перспективи на меѓународната финансиска интеграција, и на крајот, ставовите на развојните економисти и структуралистите.

Четвртата глава на докторската дисертација нуди длабински преглед на современите емпириски истражувања во конкретното поле на меѓународната макроекономија. Најнапред ќе бидат анализирани различните емпириски пристапи во мерењето на степенот на финансиска отвореност на економиите. Потоа ќе биде прикажана еволуцијата на институционалните погледи и препораките на ММФ во однос на либерализацијата на капиталните трансакции и очекуваните ефекти од нето-приливите на меѓународниот капитал. Во рамките на оваа глава ќе биде направена и анализа на користите и трошоците од оданочувањето на меѓународните финансиски трансакции, како дел од пошироките политики за управување со нето-приливите на меѓународниот капитал. Осврто на емпириските истражувања ќе биде ограничен на влијанието на странскиот капитал врз главните макроекономски варијабли, како што се: економскиот раст, личната потрошувачка, националното бруто-штедење, бруто-инвестициите, реалниот ефективен девизен курс и растот на кредитите кон приватниот сектор.

Приливите на долгорочен странски капитал (како на пр., странските директни инвестиции – во натамошниот текст: СДИ) по дефиниција, се помалку варијабилни во однос на краткорочниот капитал или т.н. „жешки пари“. Иако има одредени несогласувања, генерално, приливот на странските директни инвестиции се поврзува со повисоки стапки на економски раст и пораст на вработеноста, но само доколку биде постигнат критичен напредок во подобрувањето на главните столбови на деловното окружување и одредено ниво на економска развиеност. Покрај директните користи во смисла на зголемен производствен капацитет и поттикнување на конкуренцијата во одредени сектори, СДИ носат и други придобивки за економијата: пристап до современа технологија, подигнување на квалификациите на локалната работна сила, развој на финансискиот систем, подобрување на корпоративното управување и сл. Позитивните екстерналии (прелевања) од СДИ можат да бидат: внатрешекторски, кога станува збор за инвестиции во трудоинтензивните дејности, и меѓусекторски, кога се во областа на високотехнолошките индустрии (види повеќе кај Nicolini and Resmini 2010). Од исклучителна важност е и структурата на СДИ. Според многу истражувања, гринфилд-инвестициите имаат поповолни економски ефекти за економијатареципиент од припојувањата и преземањата на постојни компании (браунфилд-инвестициите „brown-field“). Дел од студиите заклучуваат дека СДИ делумно ги истиснуваат домашните инвестиции, но сепак преовладува ставот дека станува збор за привремен ефект. Традиционално, доминираат СДИ на релација развиени-развиени земји, но во поново време и брзорастечките земји во развој (како на пример, НР Кина и Индија) се јавуваат како значајни нето-извозници на капитал. Дел од анализата е посветен и на т.н. финансиски СДИ, кои се доминантна форма на влез на странскиот капитал во банкарските системи на земјите во транзиција.

Странските портфолио-инвестиции претставуваат изразено варијабилна и реверзибилна макроекономска категорија. Користа од нив е што го поттикнуваат економскиот раст преку зголемување на ликвидноста на домашниот пазар на капитал и преку подобрување на ефикасноста на пазарот. Сепак, ризиците што произлегуваат од нив се далеку од занемарливи. Финансиските кризи во изминатите три децении постојано опоменуваат дека не смее да се заборава на нивниот потенцијал за дестабилизација на финансискиот сектор и на вкупните економски текови. Некои земји, како на пример Бразил, се обидоа да го ограничат жешкиот капитал, воведувајќи данок на финансиски трансакции (т.н. „Тобинов данок“) со различни стапки во зависност од природата на финансиските инструменти. Идејата за оданочување на меѓународните финансиски трансакции е да се дестимулираат спекулативните текови на капитал, да се намалат флукуациите на девизниот курс и да се насочат преференциите на инвеститорите кон подолга рочност на нивното портфолио. Странските портфолио-инвестиции се една од главните причини зошто голем број земји се многу

внимателни со либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања од платниот биланс.

Во однос на користите од либерализацијата на тековите на меѓународниот капитал, дури и меѓународните финансиски институции, пред сè ММФ, имаа различни гледишта во одделни периоди. ММФ ја охрабруваше либерализацијата на капиталните трансакции дури и на почетокот на новиот милениум, иако постепено тежиштето на неговите анализи се поместуваше од користите кон ризиците од меѓународната финансиска интеграција. Неговите главни препораки се однесуваа на справувањето со нестабилноста на меѓународните текови на капиталот и ублажувањето на ризиците од финансиската глобализација.³ По неодамнешната светска финансиска криза, дури и високи претставници на Фондот признаа дека не постојат јасни глобални правила на игра, дека ММФ ќе треба ја зајакне својата улога во регулацијата и надгледувањето на меѓународните текови на капиталот и дека претстои многу работа додека да се изгради консензус во однос на ова прашање (IMF, 2010).

Третата категорија на приливи на странски капитал е задолжувањето во странство, кое е традиционален облик на увезена акумулација. Одделни земји форсираа стратегија на должничко финансирање на економскиот раст, но досегашните искуства не се многу охрабрувачки. Студијата на Reinhart and Rogoff (2010) за 44 развиени земји и земји во развој заклучува дека доколку надворешниот долг на земјата во развој е повисок од 60% од БДП, тоа делува како ограничувачки фактор за економскиот раст, бидејќи одзема многу ресурси за сервисирање на долгот. Тие заклучуваат дека ретко се случува некоја земја да генерира висок економски раст со прекумерно користење на странски кредити.

Петтата глава од докторската дисертација е посветена на компаративните искуства со меѓународните текови на капиталот. Од овој аспект, посебно интересни се искуствата на четири групи економии: (1) брзорастечките економии од Југоисточна Азија (НР Кина, Индија, Малезија и Јужна Кореја); (2) земјите од Латинска Америка, кои последнава деценија со различен успех се справуваа со нестабилните текови на странски капитал (Аргентина, Бразил и Мексико); (3) напредните земји во транзиција од Централна и Источна Европа (Унгарија, Латвија и Словенија) и (4) т.н. „периферни“ економии на ЕУ, кои имаа централна улога во должничката драма во еврозоната (Грција, Ирска, Португалија и Шпанија).

Во рамките на првата група, НР Кина е мошне интересен случај, бидејќи високите стапки на економски раст се во причинско-последична врска со приливот на СДИ. Како главни фактори за успехот во привлекувањето на странскиот капитал се наведуваат: квалитетниот човечки потенцијал, големите инвестиции во физичката инфраструктура, зголемениот институционален

³Новиот институционален поглед на ММФ е формулиран во 2012 година (IMF 2012).

капацитет и силните стимулации за странските инвеститори. Примерот на Индија е интересен, бидејќи таа со децении негува многу претпазлив пристап кон либерализацијата на капиталните трансакции. Нејзиното искуство со странскиот капитал е главно во сферата на услугите, при што огромната дијаспора игра мошне важна улога. Искуството на Малезија е драгоцено од аспект на цената, која се плаќа за премногу либералниот пристап при отворањето на финансиската сметка од билансот на плаќања.

Искуствата на земјите од Латинска Америка содржат многу корисни информации за искуството со оданочувањето на меѓународните финансиски трансакции и мерките за управување со тековите на капиталот. Поучени од финансиската криза на Аргентина во декември 2001 година, Бразил и Мексико воведоа диференцирани даночни стапки за купувањето на различни финансиски инструменти од страна на странските резиденти, во обид да ги дестимулираат шпекулативните портфолио-инвестиции.

Третата група земји, чии искуства се предмет на проучување, се напредните земји во транзиција од Централна и Источна Европа. Повеќето економски истражувања упатуваат на тоа дека приливите на странски, првенствено европски капитал во овие земји го зголеми нивниот економски раст, што делумно се поврзува и со успешната политичка и институционална интеграција во ЕУ. Унгарија беше многу интересна дестинација за странските инвеститори на почетокот на транзицијата, што се должеше на поволната географска положба, солидните макроекономски политики и институционалните реформи. Нејзиното искуство е поучно, бидејќи странските директни инвестиции беа главно насочени во автомобилската индустрија, што им даде силен развоен импулс на придружните индустрии, пред сè, доставувачи и супконтрактори. Искуството на Латвија покажува дека е странскиот капитал силен стимул за економската активност, но прекумерното потпирање на банкарските заеми, кои во конкретниот случај доаѓаа од скандинавските банки, внесе висок ризик за макрофинансиската стабилност. Во текот на глобалната економска криза, Латвија беше силно погодена од драматичното запирање на приливот на капитал од скандинавските економии, што предизвика силен пад на БДП во 2009 година во однос на претходната година. Република Словенија претставуваше интересен европски пример за внимателен однос кон странскиот капитал, што покажува дека и потпирањето на домашното штедење и домашните производствени потенцијали може да биде моќен генератор на економскиот развој. Но, оваа политика не беше конзистентно спроведувана. Брзото задолжување на словенечките компании во странска валута во периодот на прекумерна економска експанзија донесе финансиска криза и сериозен пад на економската активност по кризата во 2008 година.

Во контекст на скорешната должничка криза во еврозоната, особено внимание е посветено на искуствата на Грција, Шпанија, Португалија и Ирска. Иако економските проблеми на овие

земји имаат различни манифестации, тоа што ги поврзува е прекумерното потпирање на стратегијата на должничко финансирање на економскиот раст. Нивните долгорочни фискални проблеми и структурни слабости на економијата покажаа дека постојат граници на задолжувањето, над кои финансиските пазари стануваат немилосрдни. Она што загрижува е дека повеќето европски периферни економии немаат силен капацитет за економски раст и генерирање нови работни места, поради што е можно да влезат во секуларна или долгорочна економска стагнација.⁴ Дестабилизацијата на периферните европски економии, особено Италија и Шпанија, значително го зголемува ризикот од распаѓање на еврозоната, но и на самата Европска унија (Stiglitz, 2016).

Шестата глава нуди емпириско истражување на ефектите од нето-приливите на меѓународниот капитал. Најнапред се изложени градбените блокови на макроекономскиот портфолио-модел, кој служи за да се проценат ефектите од различните видови меѓународен капитал врз економскиот раст, личната потрошувачка, националното бруто-штедење, бруто-инвестициите, реалниот ефективен девизен курс и растот на кредитите кон приватниот сектор во 30 економии, од кои 16 земји во развој и 14 транзициски економии.

По продлабочениот осврт на глобалните искуства, во седмата глава од докторската дисертација се прави темелна анализа на трендовите на приливите на странскиот капитал во, и одливите на капитал од Република Македонија. Преку употреба на статистички методи, докторската дисертација се фокусира на проучување на структурата на меѓународните текови на капитал, секторското распоредување на странските инвестиции и главните дестинации на странскиот капитал. Тоа овозможува да се проценат ефектите за македонската економија во поглед на економскиот раст, инвестициите и вработеноста. Исто така, направена е и анализа на влијанието на странскиот капитал врз развојот на домашниот финансиски сектор и извозните перформанси на македонската економија.

Врз основа на претходните наоди и заклучоци, во осмата глава е направен критички осврт на степенот на либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања (посебно во контекст на режимот на *de facto* фиксен девизен курс) и се препорачани идните политики на Република Македонија во однос на привлекувањето на странскиот капитал. Врз основа на искуствата на економиите со високи стапки на раст, препорачана е и соодветна стратегија на задолжување во Република Македонија, секако, имајќи ги предвид спецификите на македонската економија.

⁴Lewis (2011) предвидува дека економската стагнација ќе ги врати дел од европските периферни економии назад, во преградките на Третиот или неразвиениот свет.

Во последната глава, која е посветена на заклучоците и препораките, се нагласува научниот придонес на докторската дисертација, се синтетизираат главните наоди од прегледот на теоретската и емпириската литература, се препорачуваат политики за зголемување на користите и минимизирање на ризиците за Република Македонија во поглед на искуството со странскиот капитал и се укажува на областите, во кои има потреба од натамошни продлабочени истражувања.

2. ГЛОБАЛНИ ТРЕНДОВИ НА ТЕКОВИТЕ НА МЕЃУНАРОДНИОТ КАПИТАЛ

2.1. Методолошки напомени

Според методологијата на ММФ, нето-тековите на меѓународен капитал се дефинираат како збир на нето-приливите по основа на странски директни инвестиции (СДИ), странски портфолио-инвестиции (СПИ), финансиски деривативи и други инвестициски текови. Во тој контекст, Статистиката на билансот на плаќања на ММФ (IMF Balance of Payments Statistics, BOPS), која содржи податоци заклучно со крајот на 2015 година, е избрана како релевантна меѓународна база на податоци, на која ќе се потпира емпириската анализа во докторската дисертација. Според статистичките конвенции, акумулацијата на девизни резерви, која може да се врши и под дејство на непазарни фактори, не е земена предвид при дефинирањето на нето-тековите на меѓународниот капитал.

За потребите на емпириската анализа, ќе бидат користени неколку класификации на нето-приливите на меѓународниот капитал направени според следниве критериуми:

1. *Насока на тековите на капитал*: приливи на меѓународен капитал во националната економија и одливи на капитал од националната економија;
2. *носител на тековите на капитал*: официјални наспроти приватни текови на меѓународен капитал, и
3. *статистички опфат на тековите на капитал*: бруто- и нето-текови на меѓународен капитал.

1. Под приливи на меѓународен капитал („capital inflows“) се подразбираат сите текови на капитал поврзани со нето-стекнувањето на домашни финансиски средства од страна на странски резиденти. Под одливи на меѓународен капитал („capital outflows“) се подразбираат сите текови на капитал поврзани со нето-стекнувањето на странски финансиски средства од страна на резидентите. Оттука, нето-приливите на меѓународен капитал претставуваат разлика меѓу приливите на меѓународен капитал („capital inflows“) и одливите на меѓународен капитал („capital outflows“).

2. Под официјални текови на капитал се подразбираат инвестициските текови кон општата државна власт (general government) и монетарните власти. Сите останати текови имаат третман на приватнинето-текови на капитал.

3. Бруто-тековите на меѓународен капитал се збир на нето-приливите и нето-одливите на меѓународен капитал, односно на нето-стекнувањето на финансиски средства и нето-создавањето на финансиски обврски. Нето-тековите на меѓународен капитал претставуваат разлика меѓу нето-создавањето финансиски обврски (приливи на меѓународен капитал) и нето-стекнувањето на финансиски средства во странство (одливи на меѓународен капитал).

Сите наведени видови на меѓународен капитал се искажуваат или во номинален износ (обично, во американски долари во тековната година) или како релативен показател (во проценти од БДП во тековната година).

Од емпириски аспект, исто така, многу важно е да се направи разграничување меѓу изразите „наплив или силен пораст на нето-приливот на странски капитал“ („capital surge“) и „ненадејно запирање“ („sudden stop“) на нето-приливот на странски капитал. Постојат различни методологии за идентификување на епизодите на наплив на нето-приливите на капиталот, кои се проценуваат во зависност од избраниот примерок на земји или отстапувањето од долгорочниот тренд. На пример, Ghosh et al. (2014) како епизоди на силен пораст на приливите на капитал ги сметаат највисоките 30% од вредностите на нето-приливите на меѓународен капитал во одреден период во целиот примерок на земји, изразени во проценти од БДП. Напливите и ненадејните запирања на нето-приливите на меѓународниот капитал ќе бидат темелно разработени во секцијата 4.6. од докторската дисертација.

2.1.1. Странски директни инвестиции

Според шестото издание на Прирачникот за билансот на плаќања и меѓународната инвестициска позиција (ВРМ6) на ММФ, директните инвестиции се дефинират како:

„категија на меѓународни инвестиции, поврзани со резидент во една економија, кој има контрола или значително влијание врз управувањето на деловен ентитет, кој е резидент во друга економија“ (ВРМ6, стр. 100).

Директните инвестиции, исто така, ги вклучуваат и инвестициите кои се поврзани со таквиот деловен однос, како што се на пример: (а) вложувањето на директниот инвеститор во претпријатието, во кое се инвестира; (б) вложувањето на претпријатието со директна инвестиција

во капиталот на директниот инвеститор (повратно инвестирање) и (в) вложувањето помеѓу хоризонтално поврзани претпријатија.

Според Прирачникот за билансот на плаќања и меѓународната инвестициска позиција (ВРМ6), како и Оперативната дефиниција на ОЕЦД за странските директни инвестиции (OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment), постојат два типа директни инвестиции:

- *непосредна директна инвестиција*, или деловен однос во кој директниот инвеститор:
 - директно поседува 10% или повеќе проценти од сопствениот капитал и гласачката моќ во деловниот ентитет;
 - има контрола над деловниот ентитет, кога поседува над 50% од гласачката моќ, или
 - има значително влијание, доколку директниот инвеститор поседува меѓу 10% и 50% од гласачката моќ;
- *посредна директна инвестиција* или деловен однос, во кој директниот инвеститор преку гласачката моќ во деловниот ентитет има можност да врши индиректна контрола или влијание на трет деловен ентитет. На тој начин, директниот инвеститор има директно влијание на втората компанија, која пак, има директно влијание на третата компанија. Конечно, постојат и директни инвестиции меѓу компании, кои меѓусебно не се контролираат, ниту пак влијаат една на друга, но двете се под контрола или влијание на истиот инвеститор (т.н. хоризонтално поврзани компании).

Главната карактеристика на странските директни инвестиции (во натамошниот текст: СДИ) е значајното влијание, кое на инвеститорот му овозможува ефективно учество во управувањето со трговското друштво. Со цел да се одвојат од странските портфолио-инвестиции, ММФ ги третира како директни инвестиции оние трансакции со кои се стекнува 10% или повеќе обични акции или гласачка моќ (во акционерските друштва) или соодветен еквивалент на удели во останатите видови трговски друштва. Од друга страна, деловните ентитети во кои се инвестира можат да бидат:

- подружници: нерезидентниот инвеститор поседува над 50%;
- поврзани друштва: инвеститорот поседува 50% или помалку, или
- филијали: целосно или заеднички поседувани трговски друштва, кои не се акционерски друштва.

Вредно е да се напомене дека Законот за трговските друштва⁵ на Република Македонија користи поинаква терминологија и прагови на влијание, правејќи разлика меѓу:

⁵ Закон за трговските друштва („Службен весник на Република Македонија“ бр. 28/2004, 84/2005, 25/2007, 87/2008, 42/2010, 48/2010, 24/2011, 166/2012, 70/2013, 119/2013, 120/2013, 38/2014 и 41/2014).

- „ - учество во друго друштво („друштво кое што во друго друштво стекнало удел или акции коишто во основната главнина на другото друштво се претставени најмалку со 10%, но не повеќе од 20% од основната главнина на друштвото [...]“ (член 492);
- значајно учество (удел или акции коишто во основната главнина на другото друштво се претставени со повеќе од 20%, но не повеќе од 50% од основната главнина на друштвото, или кога на собирот на содружниците, односно на собранието му припаѓаат повеќе од 20%, но не повеќе од 50% од сите гласови“ (член 493) и
- мнозинско учество или мнозинско право на одлучување во друго друштво („друштво коешто во друго друштво стекнало удел, односно акции коишто во основната главнина на другото друштво се претставени со повеќе од 50%, или кога на собирот на содружниците, односно на собранието на другото друштво му припаѓаат повеќе од 50% на сите гласови [...]“ (член 494 став 1).

Од друга страна, во Законот за банките, „учеството“ е дефинирано како директно или индиректно поседување на најмалку 20% од вкупниот број на акции или удели или од правата на глас на други лица, додека „квалификуваното учество во банката“ е директно или индиректно поседување на најмалку 5% од вкупниот број акции или од издадените акции со право на глас во банка или кои овозможуваат значително влијание врз управувањето на банката.⁶

Главниот фокус на академската и пошироката јавност се девизните приливи („inward FDI“) и одливи („outward FDI“) врз основа на странски директни инвестиции. Статистички гледано, девизните одливи по основ на СДИ („outward FDI“) имаат третман на „нето-стекнување на финансиски средства во странство“ и според општоприфатениот стандард, тие се книжат со позитивен знак во билансот на плаќања (еквивалентно на „кредит“ во трансакциите на тековната сметка на билансот на плаќања). Девизните приливи по основ на СДИ („inward FDI“) имаат третман на „нето-создавање обврски“ и истите се книжат со негативен знак во билансот на плаќања (еквивалентно на „дебит“ во трансакциите на тековната сметка на билансот на плаќања).

Од статистички аспект, приливите и одливите по основ на СДИ ги опфаќаат: трансакциите помеѓу поврзаните субјекти врз основа на сопственички капитал, реинвестираната добивка и должничките инструменти.

Со оглед дека не се важни само тековите на СДИ, туку и акумулираните фондови или состојби на СДИ, некои платно-билансни статистики објавуваат и податоци за кумулативниот износ на директните инвестиции во земјата („inward FDI stock“) и кумулативниот износ на директните инвестиции во странство („outward FDI stock“). Промените во фондот или состојбата на директните инвестиции од еден до друг критичен датум можат да произлегуваат од: нето-приливите, ценовните промени на активата и промените на девизниот курс.

⁶Закон за банките („Службен весник на Република Македонија“ бр. 67/07, 90/09, 67/10, 26/13, 15/15, 153/15 и 190/16).

2.1.2. Странски портфолио-инвестиции

Странските портфолио-инвестиции опфаќаат поседување обврзници и акции на странски деловни ентитети, но не за да се изврши влијание врз нивното управување. Според шестото издание на Прирачникот за билансот на плаќања и меѓународната инвестициска позиција (ВРМ6) на ММФ, странските портфолио-инвестиции се дефинирани како „прекугранични трансакции и позиции, кои вклучуваат должнички и сопственички хартии од вредност (сопственички капитал или акции/удели во инвестициски фондови), но кои не потпаѓаат под дефиницијата за СДИ и официјални девизни резерви“. Странските портфолио-инвестиции се однесуваат првенствено на трансакциите со хартии од вредност, со кои се тргува на организирани финансиски пазари. Стандардна практика во платно-билансните статистики е СПИ да се презентираат според инструментот, рокот до достасување и/или институционалниот сектор.

2.1.3. Странски финансиски деривативи

Дел од меѓународните текови на капитал се одвиваат во форма на купување и продавање финансиски деривативи. Договорот за финансиски дериватив е финансиски инструмент, кој најчесто го користат развиените пазарни стопанства и земјите во подем. Според методологијата на ММФ, договорот за финансиски дериватив е поврзан со друг, специфичен финансиски инструмент или индикатор или стока (производ), преку кој(а), можат да се тргуваат одредени финансиски ризици (каматен ризик, девизен ризик, пазарен ризик, кредитен ризик и сл.) на финансиските пазари.

Притоа, постојат две пошироки групи на финансиски деривативи: опции („опции“) и термински договори („forward-type contracts“). Кај опциите, „купувачот го стекнува правото од продавачот да купи или продаде одредена ствар според утврдена цена, на или пред определен датум“ (ВРМ6, стр. 94). Од друга страна, терминските договори или форварди се безусловен договор, според кој две страни се согласуваат да разменат определено количество од некоја физичка или финансиска ствар врз основа на однапред договорена цена на определен датум.

2.1.4. Други инвестициски текови (странски заеми)

Доминантна компонента во инвестициските нето-текови се странските банкарски заеми. Тие се посебна ставка во рамките на четвртата категорија, насловена како „други инвестициски текови“ во финансиската сметка на билансот на плаќања. Инаку, странските заеми се традиционална форма на увоз на акумулација, онаму кадее домашното штедење ограничено и

претставува сопирачка за економскиот раст. Значајна компонента на другите инвестициски текови се и трговските кредити, чија цел е да им обезбедат работенето-капитал на компаниите како поддршка за меѓународните трговски трансакции или средство за намалување на ризикот од неисполнување на обврските во платниот промет. „Трговските кредити и аванси се состојат од: (а) кредит, кој им е директно одобрен на потрошувачите од страна на производителите на добра и услуги и (б) аванси за извршување деловни активности кои се во тек (или допрва ќе се преземат) и авансна исплата од купувачите на добра и услуги, која допрва треба да се случи“ (ВМР6, стр. 92).

Внатрекомпаниските заеми, според статистичката конвенција, не претставуваат класичен заем, туку директна инвестиција, односно должничка позиција нераскинливо поврзана со директната инвестиција меѓу поврзани компании.

Имајќи ги предвид овие методолошки појаснувања, во продолжение ќе се осврнеме на главните трендови и карактеристики на нето-приливите на меѓународниот капитал.

2.2. Главни трендови и карактеристики на меѓународните текови на капитал

Меѓународните текови на капитал со децении предизвикуваат огромен академски интерес, првенствено поради значајните импликации, кои ги имаат врз благосостојбата нанационалните економии. Во продолжение ќе ја анализираме нивната динамика и структура во светски рамки, идентификувајќи различни трендови во:

(а) *нормални околности*, при што ќе биде нагласена разликата меѓу развиените пазарни стопанства, земјите во развој и земјите во транзиција, како и меѓу одделни континенти или економски региони, и

(б) *кризни услови*, анализирајќи ја нивната улога во создавањето на финансиската ранливост и појавата на финансиски кризи.

2.2.1. Глобални трендови: Ера на финансиска нормализација?

Една интересна дилема околу која се дебатира изминатава деценија е дали навистина глобализацијата отиде предалеку, како што тврдеше познатиот харвардски економист, Дени Родрик (Rodrik, 1997). Економската историја не учи дека дури и по брзата глобализација во доцниот XIX век следувала ера на деглобализација во почетокот на XX век. Интелектуалната свежина на тезата е во посочувањето на фактот дека можеби постоел прекумерен ентузијазам и

оптимизам околу придобивките од глобализацијата, со истовремено потценување на опасностите од меѓународната економска интеграција. Дали е глобалната економска криза грубо потсетување дека забрзаниот раст на светската економија е понекогаш закана за нејзината стабилност?

Според нобеловецот по економија со неочекувана ориентација, Пол Кругман, ова е резултат на новата нормала во светската економија, која се карактеризира со ниски стапки на економски раст и намалени разлики во стапките меѓу развиените пазарни стопанства, земјите во развој и земјите во транзиција. Според него, оваа ера на финансиска деглобализација претставува симптом на една секуларна стагнација во светски рамки, во која економските агенти се воздржуваат од потрошувачка и инвестиции. Финансиската деглобализација се остварува во глобален амбиент на ниски каматни стапки и воздржана фискална експанзија, поради загриженоста на многу влади од високото ниво на јавниот долг.

Историската дистанца е прекратка и не дозволува јасни заклучоци во однос на тоа дали ќе се случува долгорочна или само привремена финансиска деглобализација. Преовладувачки впечаток е дека финансиската глобализација во првата деценија од новиот милениум излезе надвор од контрола, поради тоа што учесниците на финансиските пазари, па дури и меѓународните финансиски институции, негуваа прекумерен ентузијазам околу користите од неа. Глобалната финансиска криза потсети дека е потребна нова нормала на финансиските текови, која е на пониско ниво и која повнимателно ги калкулира ризиците од меѓународната финансиска интеграција.

Некои автори (на пр., Forbes, Reinhardt, and Wieladek 2017) со право нагласуваат дека финансиската деглобализација не се однесува на СДИ и странски портфолио-инвестиции. Овие две категории на нето-приливи на меѓународниот капитал веќе се враќаат кон преткризните нивоа. Според нив, финансиската деглобализација во суштина претставува банкарска деглобализација, бидејќи најголемиот колапс е регистриран токму кај банкарските заеми. Доколку подетално се набљудува структурата на банкарските заеми се воочува дека падот се однесува на меѓубанкарското позајмување („bank-to-bank cross-border lending“), но не и на позајмувањето од банкарскиот кон корпоративниот сектор („bank-to-nonbank cross-border lending“). Банкарската деглобализација се одвиваше во две фази. Првата фаза се карактеризираше со спасувачките операции на владите и социјализацијата на дел од загубите на банкарскиот сектор, пренасочувањето на финансиските инвеститори кон домашната финансиска актива, намалената побарувачка за позајмливи фондови и падот на т.н. „големопродажно“ банкарство („wholesale banking“). Втората фаза на крахот на прекуграничните банкарски заеми се должеше на воведувањето поригорозна финансиска регулатива (на пр., зголемување на капиталните барања), барањата од страна на монетарната политика во некои земји за поголема поддршка на домашното

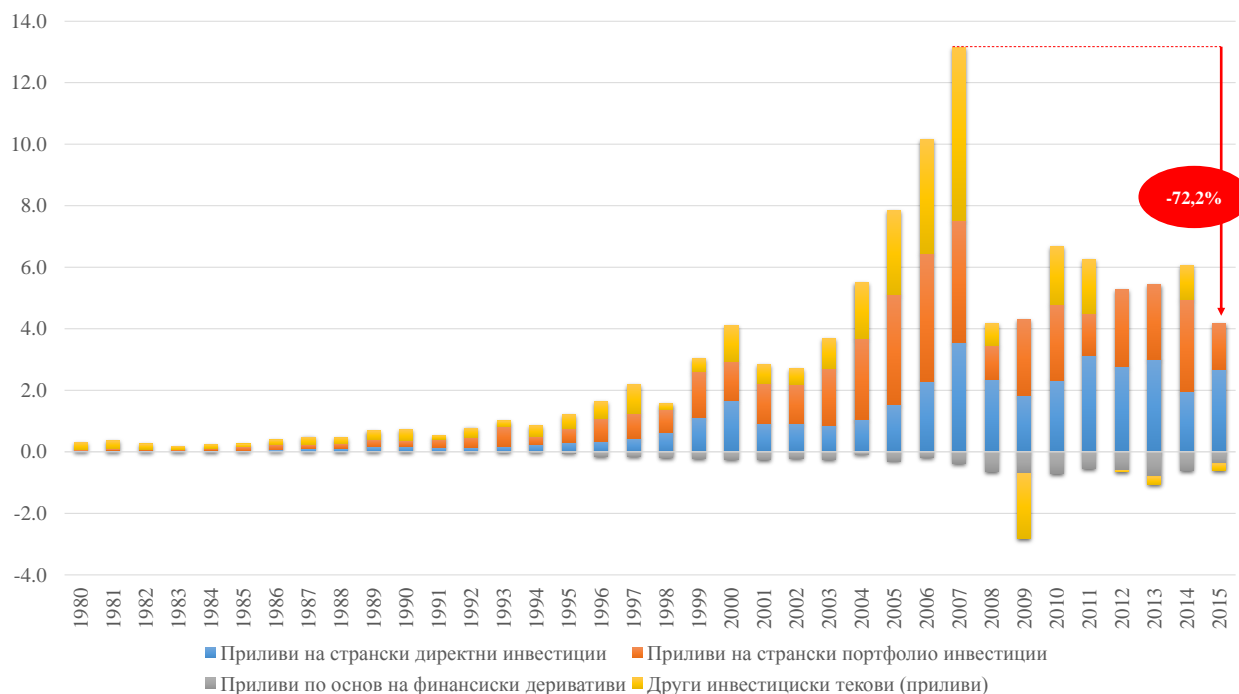
кредитирање и секако, политиката на матичните банки за многу повнимателен пристап во кредитирањето од страна на странските подружници или филијали.

Глобални текови на капиталот

Во последните 35 години глобалните текови на капиталот се зголемија драматично и од 0,5 трилиони американски долари или 4% од светскиот БДП во 1980 година пораснаа на дури 12,8 трилиони американски долари (еквивалентно на 20% од светскиот БДП) во 2007 година (Графикон бр. 1). Иако долгорочниот тренд беше многу јасно изразен, сепак зајакнувањето на меѓународната финансиска интеграција се соочуваше со силни скокови и остри падови во екот на финансиските кризи во деведесетите години на минатиот век и првата деценија од новиот милениум. Првиот сериозен пад во новиот милениум се случи со Аргентинската финансиска криза во 2001 година, кога завладеа недоверба, паника и загриженост меѓу инвеститорите во развиените пазарни стопанства во однос на нивните пласмани во земјите во подем и земјите во развој.

Навистина ретки беа експертите кои ги предвидоа избувнувањето на светската финансиска криза во 2007 и 2008 година и драматичниот пад на меѓународните текови на капиталот. За само една година од рекордните 12,8 трилиони американски долари во 2007 година, вредноста на глобалните текови на капиталот се сруши на нивото од 3,5 трилиони американски долари во 2008 година, што претставуваше годишен пад од дури 72,5%. Следуваше бавно закрепнување, но и нов бран песимизам кај инвеститорите, при што глобалните текови на капиталот сосема малку се зголемија и повторно се позиционираа на проценети 3,5 трилиони американски долари на крајот на 2015 година. Денес, изненадувачки делува фактот дека глобалните приливи на капитал се пониски од преткризното ниво за 72,2% (Графикон бр. 1), со речиси неверојатни изгледи да се приближат до историскиот максимум во догледно време. Поновите проценки за 2016 година покажуваат скроман пораст и позиционирање на проценети 4,3 трилиони американски долари на крајот на 2016 година. Ваквиот драматичен пад на глобалните приливи на капитал на многумина им дадоа аргументи да ја поддржат идејата дека настапува нова динамика на финансиската глобализација (уште позната и како финансиска деглобализација).

Графикон 1. Вредност на глобалните приливи на капитал, 1980-2015 (во трилиони американски долари)



Извор: Пресметки на авторот врз основа на податоци од Статистиката на платниот биланс (BOPS) и Меѓународната финансиска статистика (IFS) на ММФ, ноември 2016 година.

Крахот на финансиската глобализација по Големата рецесија во 2008 година првенствено се должи на колапсот на банкарските текови. Портфолио-инвестициите во сопственички капитал (акции и удели) се зголемиле во кризниот период од 0,9 трилиони на 1 трилиони американски долари или забележале просечна годишна стапка на раст од 2%. Приливите по основ на СДИ и прекуграничните трансакции со обврзници се намалија по кризата, но не во драматична мера (4 и 8%, респективно). Најголемиот пад од 177%, како што е прикажано во Табелата бр. 1, е забележан токму кај приливите на странски капитал по основ на банкарски заеми. Според Mallaby (2016), ваквото рекомпонирање на глобалните текови на капитал претставува „здрава корекција“ за пазарите на капиталот и воопшто, за светската економија.

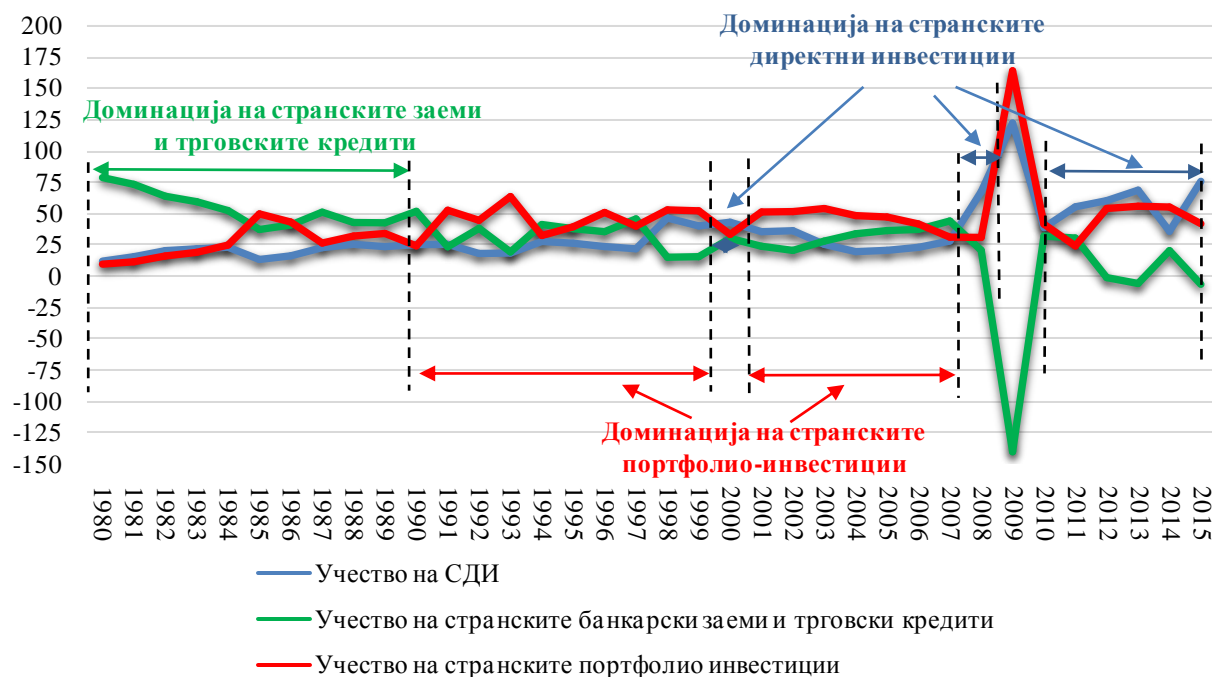
Табела 1. Тековите на меѓународниот капитал пред и посветската економска криза(2007-2015 година)

Финансиски инструмент	Текови на меѓународен капитал (во трилиони американски долари)		
	2007 година	2015 година	Просечна годишна стапка на раст (2015-2007 година)
Портфолио-инвестиции во сопственички капитал (акции и удели)	0,9	1,0	+2%
Портфолио-инвестиции во обврзници	2,7	1,3	-8%
Странски директни инвестиции	2,6	1,9	-4%
Банкарски заеми	5,7	-0,7	-177%

Извор: Mallaby (2016), стр. 7.

Од 1980 до 1997 година, кога се случи ерупцијата на Азиската финансиска криза, во структурата на глобалните приливи на капитал доминираа странските банкарски заеми и трговските кредити (Графикон бр. 2). Тоа беше период во кој доминираше класичното задолжување од страна на приватниот и јавниот сектор на меѓународниот пазар на капитал. Не беа занемарување и високите учества на странските портфолио-инвестиции и СДИ. Во периодите од 1990 до 1999 година, најзастапена форма на меѓународен капитал беа странските портфолио-инвестиции, кои патуваа во потрага по повисоки капитални добивки или поволни разлики меѓу девизните курсеви. Овој период беше одбележан со најголем број финансиски кризи и системски банкарски кризи во земјите во развој и земјите во транзиција. Некои економии, за кои ќе зборуваме подетално во петтата глава од докторската дисертација, скапо ги платија последиците од ненадејните варијации на т.н. жежок капитал.

Графикон 2. Учествата на одделни видови меѓународен капитал во светски рамки, 1980-2015 година (во проценти)



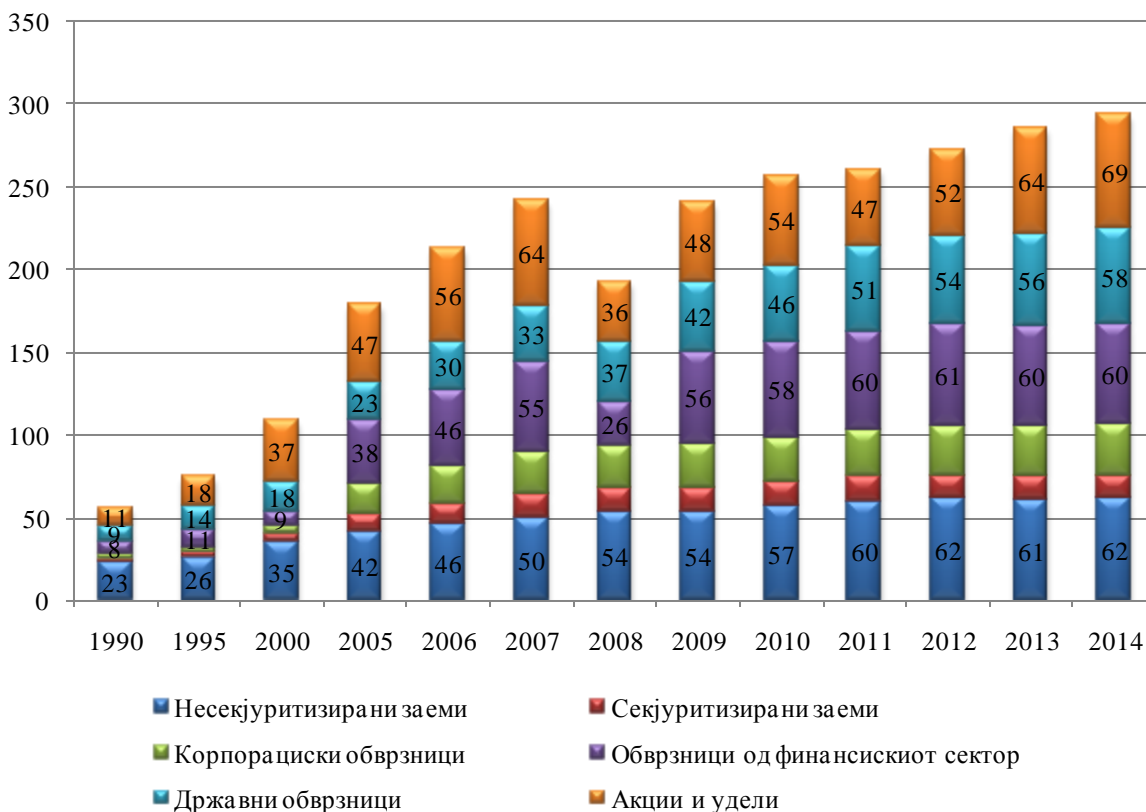
Извор: Пресметки на авторот врз основа на податоци од Статистиката на платниот биланс на ММФ, ноември 2017 година.

Од март до ноември 2011 година, американската економија и официјално беше во рецесија, што предизвика експанзивна монетарна политика, намалување на каматните стапки и свртување на инвеститорите кон земјите во развој и земјите во транзиција. Оттогаш, по краткиот прекин, повторно доминираа странските портфолио-инвестиции во глобални рамки во периодот од 2001 и до 2007 година, кога избувна финансиската криза во САД. Преткризниот период беше карактеризиран со изразено „нагорни“ („uphill“) текови на капиталот, кога земјите во развој акумулираа огромни девизни резерви и купуваа странски хартии од вредност, пред сè, државни обврзници на Депарментот за трезор на САД. Според проценките на Warnock and Warnock (2009), доколку не би биле приливите на странски капитал во САД, тогаш каматната стапка на десетгодишните државни обврзници издадени од Депарментот за трезор би биле повисоки за 0,80 процентни поени. Во посткризниот период, доминираат контролите на капиталот и другите мерки за управување со тековите на капиталот, кои делуваат како бариера за странските портфолио-инвестиции. Ова е период на доминација на СДИ, кои уште еднаш потврдија дека претставуваат најпосакуван, најстабилен и најмалку реверзибилен вид на меѓународен капитал.

Глобална финансиска актива

Од аспект на акумулираниот износ на глобални финансиски инструменти, падот на вредноста е исто така драматичен. Глобалната финансиска актива, која се состои од акции, државни хартии од вредност, обврзници издадени од финансискиот и корпоративниот сектор и банкарски заеми, порасна од 56 трилиони американски долари во 1990 година на дури 242 американски САД долари во 2007 година (Графикон бр. 3). Само во 2008 година, светската финансиска криза предизвика годишен пад на вредноста на глобалната финансиска актива од дури 20,2% во споредба со 2007 година. Намалувањето се должи на стрмоглавиот пад на берзанските индекси и драматичното намалување од дури 43,8% на вредноста на акциите и уделите, кои се чуваат во странски компании или фондови. Поради финансиската и трговската испреплетеност на економиите, кризата брзо се прелеа и на останатите континенти, а крајниот резултат беше структурен прекин и нов тренд на умерен пораст на вредноста на глобалната финансиска актива.

Графикон 3. Вредност на глобалната финансиска актива, 1990-2014 година (крај на период, во трилиони американски долари)



Забелешка: Последниот расположлив и објавен податок на крајот на 2017 година се однесува на 2014 година.
Извор: McKinsey Global Institute, август 2017 година.

Во светски рамки, најголемите текови на капиталот се одвиваат меѓу САД и Канада, од една страна, и развиените европски економии, од друга страна. Во 2002 година овие тековидостигнаа 7,8% од светскиот БДП, а по кризата се спуштија под 1% од светскиот БДП во 2012 година (Графикон бр. 4). Според проценките на McKinsey Global Institute, во посткризниот период се забележува определено заздравување, при што глобалните текови на капиталот се подигнаа на 7,1% од светскиот БДП како просек за периодот од 2010 до 2016 година.

Корисно е да се посочи дека во последната деценија се рекомпонираше глобалната инвестициска карта, бидејќи се појавија нови текови на капитал меѓу Североисточна Азија (првенствено, Јапонија) и НР Кина, помеѓу Латинска Америка и НР Кина, како и помеѓу остатокот на Азија и Африка. Истовремено, се зголеми приливот на странски капитал од Западна Европа кон Африка, Блискиот Исток и НР Кина, како и од САД кон остатокот од Азија.

Промената на патеките на тековите на капиталот оди во прилог на тезата дека светот станува полицентричен, односно дека се раѓаат нови економски центри меѓу земјите во развој. Така на пример, веќе подолго време во фокусот на академската и широката јавност се економските перформанси на групата БРИК (Бразил, Руска Федерација, Индија и Кина), на која некои експерти ѝ ја приклучуваат и Јужна Африка (БРИКС).

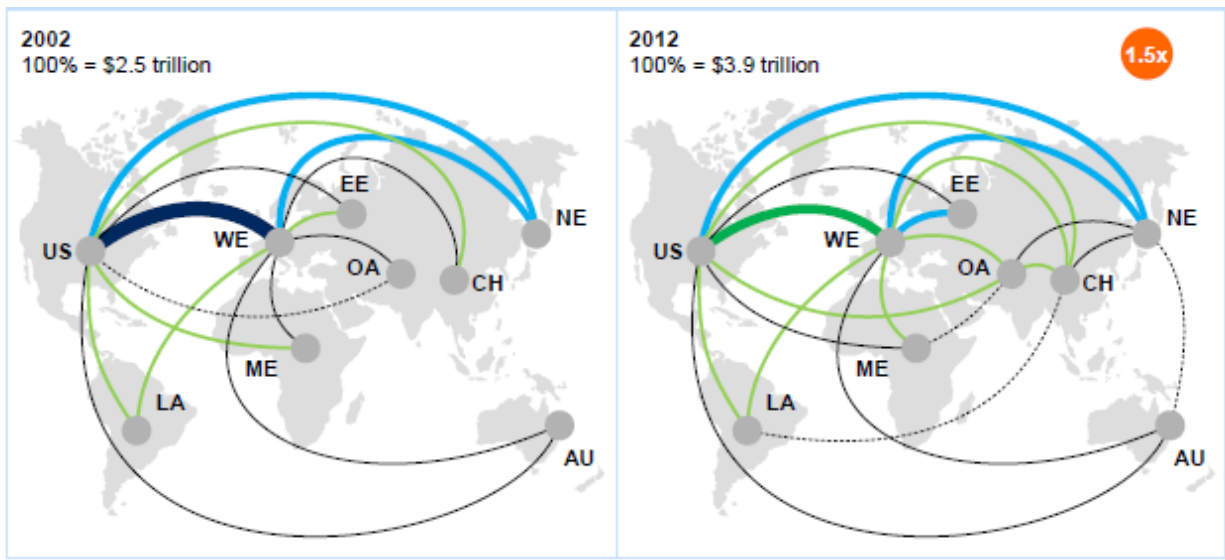
Географски и економски групации

Набљудувано по економски и географски групации, најголемите нето-извозници на капитал или кредитори во светски рамки се: јадрото на еврозоната, Блискиот Исток и земјите во подем и земјите во развој од Азија (Графикон бр. 5).⁷ Најголемите увозници на капитал во светски рамки се: САД, периферните европски економии, земјите од Централна и Источна Европа, како и повеќето земји од Латинска Америка.⁸ Со падот на цената на нафтата на светскиот пазар, земјите од Блискиот Исток преминаа од нето-извозници во нето-увозници на странски капитал, што до неодамна беше незамисливо.

⁷ Составот на одделните групи земји е прикажан во Прилог бр. 1 на докторската дисертација.

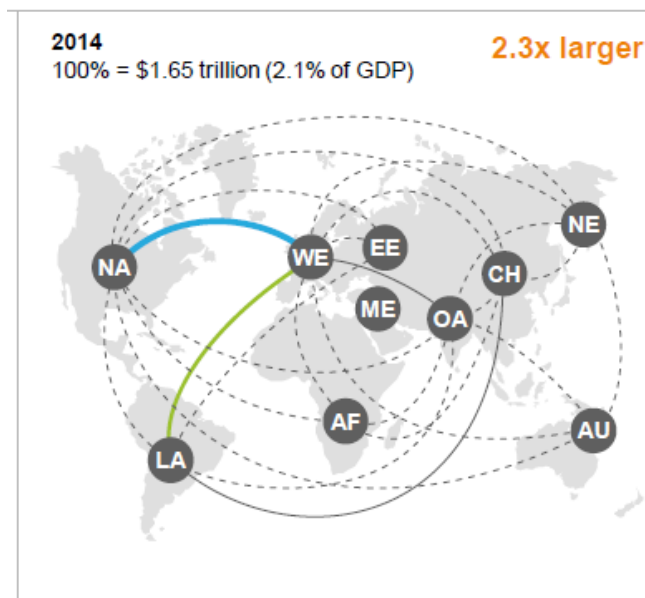
⁸ Овие групации се прилично хетерогени и не даваат доволно прецизна слика за состојбите во одделни економии. Како што потенциравме, еврозоната се состои од: (а) економии на „јадрото“, кои се нето-извозници на капитал и (б) европски периферни економии, кои се нето-увозници на капитал.

Графикон 4. Вредност на тековите на капиталот меѓу одделни региони, 2002, 2012 и 2014 година (во проценти од светскиот БДП)



(во проценти од светскиот БДП)

— 0.02–0.05 — 0.05–0.10 — 0.10–0.25 — 0.25–0.50 — 0.50–1.00 — >1.00

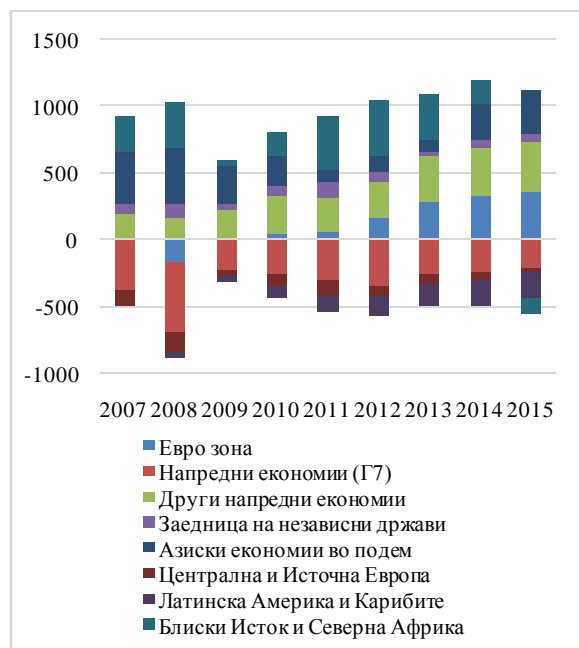


Забелешка: US = САД и Канада; LA = Латинска Америка; ME= Африка и Блискиот Исток; WE = Западна Европа; EE=Источна Европа и Централна Азија; CH = НР Кина; NE = Североисточна Азија; AU = Австралоазија; OA = Остатокот од Азија. Извор: McKinsey Global Institute, април 2014 година.

Графиконот бр. бги прикажува земјите, кои сенајголеми нето-извозници и увозници на капитал.НР Кина, СР Германија, Јапонија, Јужна Кореја, Тајван и Швајцаријасе земји кои имаат одлични извозни резултати, остваруваат огромни трговски суфицити, а потоа ги пласираат во странство во форма на извоз на капитал. Од друга страна, меѓу позначајните земјинето-увозници

на капитал се САД, Велика Британија, Бразил, Австралија, Саудиска Арабија и Канада. Податоците говорат дека НР Кина до неодамна беше нето-увозник на капитал, а последните две години премина меѓу најголемите нето-извозници на капитал. Кинеското искуство со нето-приливите на меѓународниот капитал ќе биде детално објаснето во точката 5.1.1. од докторската дисертација.

Графикон 5. Извозници и увозници на капитал по економски и географски групации, 2007-15 година (во милијарди американски долари)



Графикон 6. Земјиизвозници и увозници на капитал во 2015 година (во милијарди американски долари)



Извор: Пресметки врз основа на податоци од Global Financial Stability Report, Меѓународен монетарен фонд, април 2017 година.

Искуствата од изминатите четири децении покажуваат дека меѓународните нето-текови на капитал кои одат кон економиите во подем покажуваат повисока варијабилност и нестабилност во однос на нето-тековите на капитал кон развиените пазарни стопанства.

Должнички наспроти недолжнички текови на капиталот

Од аспект на тоа дали создаваат должнички обврски кон странство, разликуваме должнички и недолжнички текови на странскиот капитал. Должничките текови на капитал (банкарските заеми, портфолио-инвестициите во обврзници и другите приватни текови на капитал) покажуваат повисока варијабилност и нестабилност во однос на недолжничките текови

на капитал, како што се СДИ и портфолио-инвестициите во сопственички капитал (Levchenko and Mauro 2007; Becker and Noone 2008). Sula and Willett (2009) користејќи податоци за 35 земји во развој во периодот од 1990 до 2003 година заклучуваат дека приватните заеми се еднакво варијабилни и нестабилни, како и странските портфолио-инвестиции.

Во изминатите три децении постојано се намалуваше учеството на должничките текови на капитал во сите економии (Табела бр. 2) за сметка на недолжничките текови на капитал. Овие трендови беа прекинати со светската финансиска криза, кога повторно почна да се зголемува учеството на должничките текови на капитал.

Глобалните портфолио-инвестиции доживеаја колапс и последователно реструктуирање во екот на глобалната финансиска криза во 2007-08 година. Зголемениот ризик и неколкуте сериозни кризи во земјите во подем и земјите во развој предизвикаа реалокација на портфолио-инвестициите од земјите во подем и земјите во развој кон развиените пазарни стопанства.

Табела 2. Должнички наспроти недолжнички текови на капиталот: Историски поглед

<i>Текови на меѓународен капитал</i>	Должнички текови на капитал (банкарски заеми)		Недолжнички текови на капитал (СДИ, приватни СПИ)		
	<i>Периоди</i>	1981-90	2001-10	1981-90	2001-10
Развиени земји		74	66	27	34
Земји во подем		79	52	22	48
Земји во развој		68	49	32	51

Извор: Врз основа на податоци од IMF World Economic Outlook, 2011, стр. 135.

2.2.2. Трендови во земјите во развој и земјите во подем

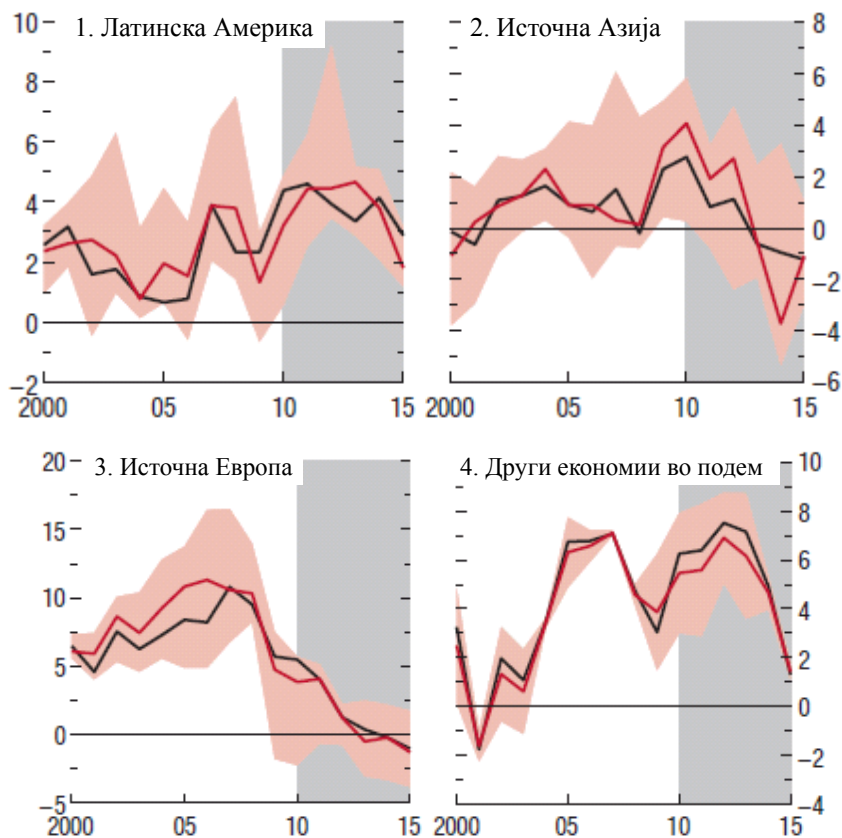
Крупни промени меѓу земјите во развој и земјите во подем

Во последните четири децении се воочуваат крупни поместувања во нето-приливите на меѓународниот капитал кон земјите во развој и земјите во подем.⁹ Забележливо поместување е намалувањето на приливите на странски капитал кон земјите од Централна, Источна и Југоисточна Европа, за сметка на силниот пораст на тековите на капитал кон земјите во развој и земјите во

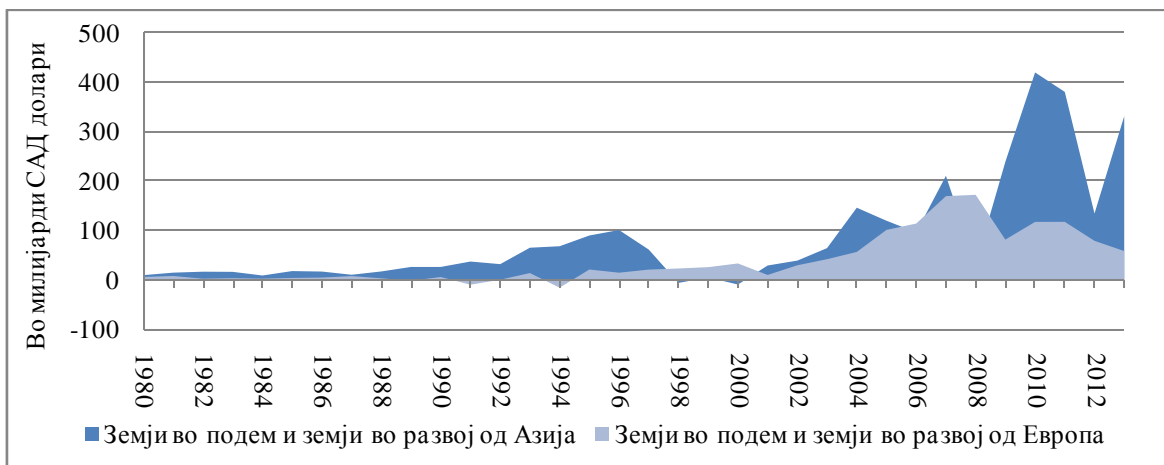
⁹ По правило, земјите во развој и земјите во подем се нето-увозници на капитал, кои се натпреваруваат меѓу себе да земат поголем дел од глобалниот финансиски „колач“. Правилото веќе го „прекрши“ НР Кина, која од неодамна стана нето-извозник на капитал.

подем од Азија (Графикони бр. 7 и 8). Особено погоден е регионот на Источна Европа, кој доживеа огромен пад на нето-приливите на меѓународниот капитал, посебно капиталот од развиените европски економии (Графикон бр. 7).

Графикон 7. Тековите на меѓународен капитал во одделни светски региони, 2000-2015 година



Графикон 8. Вредност на тековите на странски капитал во земјите во развој и земјите во подем (1980-2013* година, во милијарди американски долари)



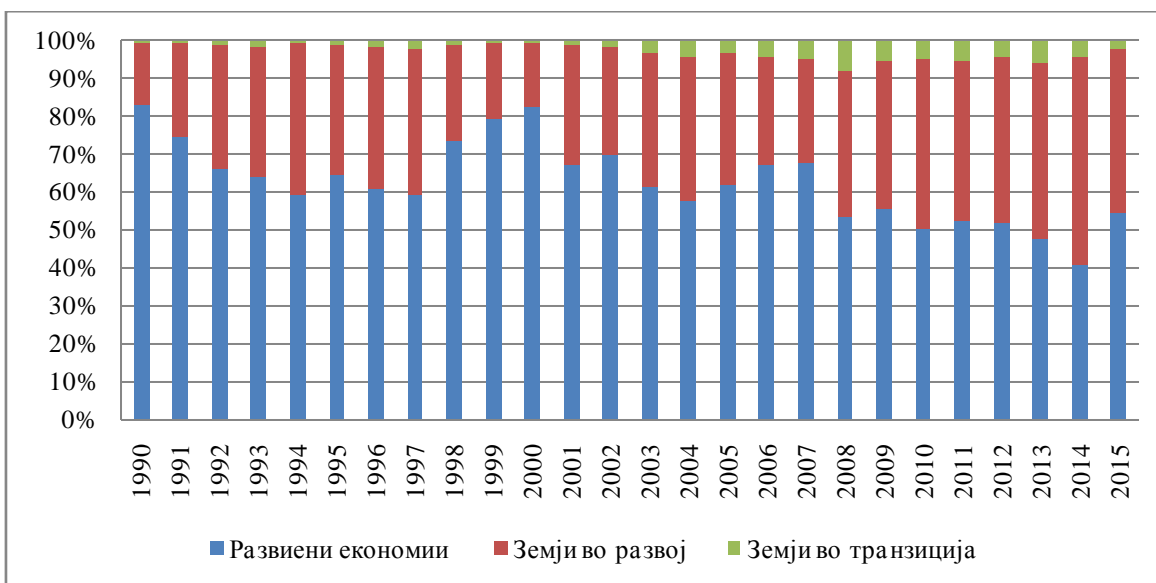
Забелешка: * Последниот расположлив податок во IMF World Economic Outlook Database во јануари 2018 година се однесува на 2013 година. Составот на одделните групи земји е детално објаснет во Прилог бр. 1. Извор: IMF World Economic Outlook Database, октомври 2017 година.

Меѓународен натпревар за странски директни инвестиции

Во светски рамки, интересна е алокацијата на странскиот капитал во форма на СДИ. Графиконот бр. 9 ја покажува распределбата на СДИ во периодот од 1990 до 2015 година од аспект на економската развиеност на земјите-реципиенти: развиени пазарни стопанства, земји во развој и земји во транзиција.

Иако со одредени осцилации, во последните три децении во светски рамки се забележува тренд на сè поголема атрактивност на земјите во развој како финална дестинација на СДИ. За првпат во светската економска историја, земјите во развој во 2012 година остварија поголем прилив на СДИ од развиените земји. Приматот во меѓународната инвестициска трка продолжи и во 2013 и 2014 година. Иако временската дистанца беше навистина кратка за да се извлече заклучок за трендовите, многу експерти побрзо да ја прогласат 2012 година за почеток на нова ера, во која земјите во развој стануваат главна дестинација на СДИ во светски рамки. Сепак, тие се излажаа, бидејќи во 2015 година, развиените пазарни стопанства повторно станаа главен магнет за капиталот во светски рамки. На што се должат ваквите колебливи трендови? Економската стагнација и неизвесниот деловен амбиент во многу земји во развој ги поттикнува нагорните текови на странски капитал, односно селењето на капиталот од земјите во развој и земјите во транзиција кон развиените пазарни стопанства. Дополнителна причина за тоа се и намалените разлики во очекуваните стапки на економски раст, кои претставуваат важна детерминанта на инвестициските одлуки.

Графикон 9. Промени во структурата на приливите на СДИ (1990-2015 година, во проценти)



Забелешка: Извор: Податоци од UNCTAD, септември 2017 година.

Ваквите пресвртти упатуваат на фактот дека глобалните текови на капиталот стануваат сè потешко предвидливи и дека претстои уште многу работа од страна на владите на земјите во развој, во подобрување на бизнис-опкружувањето и подигнување на капацитетот на институциите.

Во светски рамки езабележливо постепено намалување на учеството на класичните заеми од просечните 74,4% во периодот од 1970 до 1979 година на 50,1% во 2010-11 година. За сметка на нив, учеството на СДИ е зголемено за речиси 20 проценти поени и сега тие учествуваат во просек со 44% во вкупниот фонд на странски капитал во националните економии. Иако најголемиот дел од приливите на СДИ со децении беа меѓу развиените економии, сепак тие учествуваат со скромни 23,3% во нивниот вкупен фонд на странски капитал. Во изминатите четири децении странските директни инвестиции се доминантната форма на прилив на странски капитал во земјите во развој, а од деведесеттите години на XX век и во земјите во транзиција. Освен тоа, тие се и најстабилната форма на прилив на странски капитал: тие имаат низок коефициент на варијација, кој континуирано се намалува во секоја следна деценија. Тие се четири пати помалку варијабилни од странските портфолио-инвестиции, кои не само што го менуваат интензитетот, туку и насоката на движење.

Воочлив тренд е и дека постојано се намалува учеството на официјалните финансиски текови, пред сè, официјалната развојна помош преку грантови, што покажува дека најголем дел од земјите во развој сè повеќе се потпираат на приватните пазари на капитал. Една од причините за ваквата промена во структурата на тековите на капитал се добро научените лекции од Азиската

финансиска криза, кога поради недоволните девизни резерви, многу земји во развој беа принудени да бараат грантови и поволни заеми од ММФ и Светската банка, често условени со многу непопуларни структурни реформи и макроекономски политики.

Од аспект на географската распределба на меѓународните текови на капитал, воочлива е нивната концентрација во Азија и Латинска Америка. Табелата бр.3 ја прикажува структурата на тековите на капитал во земјите во подем и земјите во развој во 2003 и 2013 година.

Дури 75% од приватните финансиски текови (на нето-основа) се насочени кон азискиот континент, а во тие рамки е нормално се зголемува учеството на портфолио-инвестициите (Табела бр. 2). Од друга страна, во посткризниот период во Латинска Америка доминираат СДИ, кои учествуваат со дури 83,3% во вкупните нето-приливи на странски капитал. Третата група нето-увозници на капитал се земјите во подем и земјите во развој од Европа, на кои отпаѓаат 15,9% од вкупните приливи на меѓународен капитал во земјите во подем и земјите во развој (Табела бр. 3 и Графикон бр. 10).

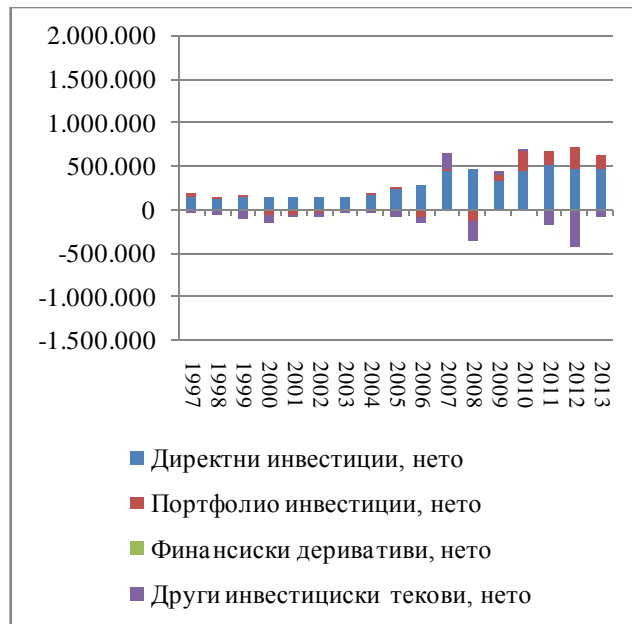
Табела 3. Структура на тековите на капитал во земјите во подем и земјите во развој, 2003 и 2013 година (во милијарди американски долари)

Текови на капитал (нето)	Земји во подем и земји во развој					
	Вкупно		Заедница на независни држави		Азија	
	2003	2013	2003	2013	2003	2013
	<i>(Во милијарди САД долари)</i>					
Приватни финансиски текови	187.7	419.9	20.8	-43.7	79.2	314.8
Директни инвестиции	153.3	475.6	5.3	11.8	25.5	64.8
Приватни портфолио текови	35.4	186.5	2.0	5.1	60.0	226.4
Други финансиски текови	-1.0	-242.1	13.5	-60.6	-6.3	23.6
Официјални текови	-66.5	-45.3	-11.0	-2.2	-13.9	17.6
Вкупно	121.2	374.6	9.7	-45.8	65.3	332.3
Текови на капитал (нето)	Европа		Латинска Америка		Останати земји	
	2003	2013	2003	2013	2003	2013
	<i>(Во милијарди САД долари)</i>					
Приватни финансиски текови	38.2	69.3	16.1	137.9	33.4	-58.4
Директни инвестиции	14.3	21.1	40.4	154.7	67.8	223.2
Приватни портфолио текови	5.3	28.0	-7.6	53.0	-24.3	-126.1
Други финансиски текови	18.6	20.1	-16.8	-69.8	-10.1	-155.5
Официјални текови	4.7	-9.8	10.8	47.9	-57.1	-98.8
Вкупно	42.9	59.4	26.9	185.8	-23.6	-157.2

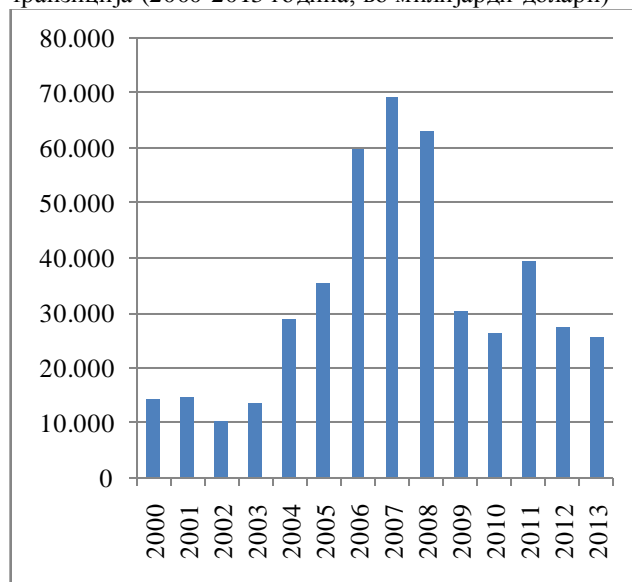
Забелешка: * Последниот расположлив податок во IMF World Economic Outlook Database во јануари 2018 година се однесува на 2013 година. Извор: IMF World Economic Outlook Database, април 2014 година. Графикон 10. Структура на нетотековите на капитал во одделни групи земји, 1997-2017 година



Земји во транзиција и земји во подем во Европа



Странски директни инвестиции во земјите во транзиција (2000-2013 година, во милијарди долари)



* Последниот расположлив податок во IMF World Economic Outlook Database во декември 2017 година се однесува на 2013 година. Извор: ММФ, 2017 година.

2.2.3. Трендови во транзициските економии

По светската економска криза во 2008-2009 година се случи запирање на нето-приливите на капитал од развиените кон транзициските европски економии, пред сè, поради проблемите во периферните економии во еврозоната и европската должничка криза. Само во 2009 година, странските заеми кон европските транзициски економии се намалија за околу 60% во однос на претходната, 2008 година. Причината поради која ненадејното запирање на нето-тековите на меѓународен капитал не предизвика финансиска криза и крах на економската активност во повеќето транзициски економии е едноставна: најголем дел од нив беа во форма на СДИ. Тоа недвосмислено значи дека претходно акумулираните приливи на СДИ одиграа силна стабилизаторска улога во екот на глобалната финансиска криза.

Значајна улога во спречувањето на масовен одлив на капиталот од европските транзициски економии одигра ит.н. „Виенска иницијатива“. Во ноември 2008 година, повеќе паневропски банки со голема изложеност во Централна, Источна и Југоисточна Европа се обратија до Европската комисија со апел за брз, координиран и силен одговор. Како одговор на ова барање, регулаторните тела, мултинационалните банки и меѓународните институции (Европската банка за обновата и развој, Европската инвестициска банка, Европската комисија, ММФ и Светската банка) во јануари 2009 година ја формираа Виенската иницијатива, со единствена цел да сепревенира масовно повлекување на капиталот од транзициските економии од Централна, Источна и Југоисточна Европа. Подоцна, на 27 февруари 2009 година, ЕБОР, ЕИБ и Светската банка, во рамките на оваа иницијатива, усвоија и „Заеднички акциски план на меѓународните финансиски институции за поддршка на банкарските системи и позајмувањето кон реалниот сектор во Централна и Источна Европа“. Планот беше поддржан и имплементиран од 17 големи банкарски групации, кои покриваа дури 60% од банкарската актива во целиот регион. Важна точка од планот беше ветениот финансиски пакет од 24,5 милијарди евра, кој стоеше на располагање за поддршка на паневропските банки, а кој беше дизајниран заедно со ММФ и Европската комисија. Инаку, во Виенската иницијатива учествуваа: Босна и Херцеговина, Унгарија, Латвија, Србија и Романија.

Доколку не беше Виенската иницијатива, многу веројатно, можеше да се случи огромно и некоординирано повлекување на банкарските заеми и силно раздолжување („deleveraging“), дури и затворање на филијали или сериозно редуцирање на банкарските активности, со неповолни макроекономски последици.¹⁰ Сепак, некои матични паневропски банки им наметнаа политика на замрзнување на кредитните активности на своите филијали во Централна, Источна и Југоисточна Европа. Тоа се случуваше дури и кога фирмите бараа финансирање за квалитетни инвестициски проекти.

¹⁰Поради првичниот успех, таа продолжи и како Виенска иницијатива 2.0 во јануари 2012 година.

2.3. Тековите на меѓународниот капитал и финансиската ранливост

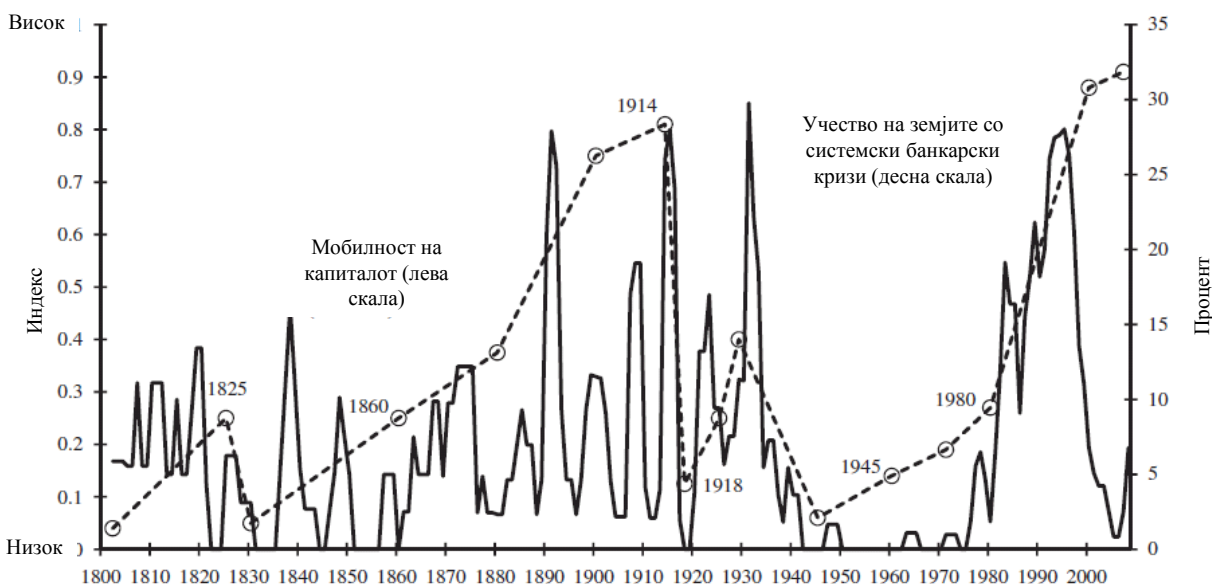
Нето-тековите на меѓународниот капитал можат да бидат добар слуга, но и лош господар. Искуствата од изминатите децении покажаа дека нивната варијабилност може да има неповолни, па дури и дестабилизирачки ефекти врз националните економии. Само во периодот од 1980 до 2014 година во светот, Ghosh, Ostry, and Qureshi (2016) регистрираат 152 епизоди на силен наплив на нето-приливи на капитал, од кои 30 воделе кон финансиска (банкарска или валутна) криза, а девет кон двојна (банкарска и валутна) криза. Најголем дел од кризите се временски концентрирани околу финансиската криза во Источна Азија (1997 година), глобалната финансиска криза (2007-2008 година), кризата сврзана со намалувањето на кредитниот рејтинг на американските државни хартии од вредност (2011 година) и паниката меѓу инвеститорите по најавата на Федералните резерви дека ќе престане со квантитативното релаксирање на монетарната политика (т.н. „target tantrum“) во 2013 година.¹¹

Според наведената студија, проценетата веројатност да се доживее финансиска (банкарска или валутна) криза изнесува 20%, а двојна (банкарска и валутна) криза е 6%. Главниот заклучок е дека периодите на силен наплив на меѓународен капитал носат три пати поголема веројатност да се доживее финансиска криза, во однос на периодите на нормален прилив на меѓународен капитал.

Во влијателната студија „Овојпат е поинаку“ („This Time is Different“) на прочуените харвардски економисти, Кармен Рајнхарт и Кенет Рогоф (Reinhart and Rogoff 2009), банкарските кризи се поврзуваат со финансиската либерализација, односно отстранувањето на бариерите за непречено движење на капиталот. Авторите откриваат дека периодите на висока мобилност на капиталот постојано произведуваат меѓународни банкарски кризи (Графикон бр. 11).

¹¹Со цел да ги ублажат последиците од глобалната финансиска криза, многу централни банки ширум светот спроведуваа неконвенционални монетарни политики. Така на пример, Федералните резерви на САД спроведоа обемна програма на квантитативно релаксирање („quantitative easing“) на монетарната политика, која имаше сериозни импликации врз меѓународните текови на капиталот (види повеќе кај Aizenman, Binici, and Hutchison 2014; Estrada, Park, and Ramayandi 2016). Програмата опфаќаше голем откуп на американски државни хартии од вредност и инјектирање ликвидност во американската економија, со цел да се намали финансиската нестабилност. Во основа, тоа предизвика експанзија на глобалната ликвидност и значајни приливи на капитал во земјите во развој и земјите во транзиција. Во мај 2013 година, претседавачот на Федералните резерви, професорот Бен Бернанке, ја најави можноста од непродолжување на програмата за квантитативно релаксирање, што предизвика: (а) пораст на приносите на американските државни хартии од вредност и (б) „нагорни“ текови на капиталот, односно преселба на капиталот од земјите во развој кон САД.

Графикон 11. Мобилноста на капиталот и појавата на банкарски кризи во светот, 1800-2008 година



Извор: Преземено од Reinhart and Rogoff (2009), стр. 156.

На левата оска на Графиконот бр. 11 тие го прикажуваат индексот на меѓународната мобилност на капиталот, а на десната оска, учеството на земјите кои искусиле системски банкарски кризи (во проценти од вкупниот број анализирани земји). Низ времето, меѓу нив има силна корелираност, која се потврдува како емпириска регуларност.

2.4. Заклучни согледувања

Имајќи ги предвид посочените трендови и карактеристики на меѓународните текови на капитал, се наметнуваат следните констатации:

Опит тренд на финансиска либерализација и финансиско продлабочување. И покрај регионалните финансиски кризи, од 1980 до 2007 година постоеше јасно изразен нагорен тренд на меѓународна финансиска интеграција. Истовремено, се одвиваше финансиско продлабочување, кое опфаќаше пораст на обемот на меѓународните текови на капиталот, зголемување на вредноста на глобалната финансиска актива и создавање нови финансиски релации меѓу региони, кои претходно не тргувале во забележителна мера или воопшто не тргувале. Процесот на финансиско продлабочување во периодот пред светската економска криза беше одраз на повеќе фактори: силен пораст на цените на хартиите од вредност и на вредноста на финансискиот имот, јасно изразен

тренд на либерализација на капиталните трансакции, раст на кредитирањето придружен со истовременозголемување на цените на недвижностите и пораст на секјуритизацијата, која ја зголеми вкупната вредност на финансиските инструменти (Miles i-Ferretti and Tille 2011).

Структурен прекин и пренасочување по глобалната финансиска криза. Глобалната финансиска криза во 2007 и 2008 година ги промени правилата на игра. Тековите на меѓународниот капитал во 2015 година беа за 72,2% пониски од 2007 година, што на многумина им даде право да тврдат дека настапува нова ера на финансиска деглобализација. Тезата е дека преткризниот ентузијазам ја однел финансиската глобализација на многу повисоко ниво од она, кое би ги отсликувало реалните економски текови и фундаментите на националните економии. Ова глобализациско натфрлување, подоцна беше грубо коригирано во надолна насока, преку намалување на вредноста на меѓународните текови на капиталот.

Варијабилност. Во последните четири децении, тековите на меѓународниот капитал покажуваат сè повисок степен на варијабилност. Тие брзо го менуваат не само интензитетот, туку и насоката на движење, особено во екот на финансиските кризи. Нестабилноста која се создава на финансиските пазари со тешко предвидливата динамика на тековите на капитал создава впечаток дека, во многу случаи, ризиците ги надминуваат користите од меѓународната финансиска интеграција.

Структура. Странските директни инвестиции континуирано го зголемуваат своето учество за сметка на банкарските заеми и трговските кредити. Во периодот пред кризата, меѓународната банкарска интеграција овозможи силен пораст на прекуграничното позајмување и експанзија на операциите преку странските подружници. Банкарските заеми во меѓународни рамки достигнаа 60% од светскиот БДП во 2007 година, најмногу поради порастот на овие текови на капитал меѓу американските и европските банки. По банкарската деглобализација, малку веројатно е дека меѓународните банкарски текови ќе го достигнат преткризното ниво, поради засилената регулација на финансискиот сектор, особено на големите банкарски групации, но и забрзаниот процес на раздолжување („deleveraging“) на банките со цел да ги поправат влошените биланси.

Глобално намалување на официјалните текови на меѓународниот капитал. Во светски рамки се забележува драстично намалување на официјалните приливи на меѓународниот капитал. Недоволно флексибилната политика на меѓународните финансиски институции во превенцијата и решавањето на многуте финансиски кризи, принуди многу земји да одржуваат високо ниво на официјални девизни резерви и да се потпираат на приватните пазари на капитал. Резултатот беше генерална одбивност кон нови аранжмани со ММФ и Светската банка, со оглед дека истите беа условени со прекумерни фискални рестрикции и политички непопуларни реформи. Исклучок беа

некои европски периферни економии (Грција и Ирска), кои мораа да се потпрат на игни официјални приливи на странски капитал за да ја ублажат финансиската нестабилност.

Поларизација меѓу кредиторите и должниците. Либерализацијата на капиталните трансакции во последните децении донесе поголема поларизација меѓу нето-извозниците на капитал (земјитекредитори) и нето-увозниците на капитал (земјитедолжници). Земјитекредитори имаат вишок на домашно штедење во однос на домашните бруто-инвестиции, кој најчесто произлегува од високиот трговски суфицит. Тој вишок потоа се извезува во оние економии, кои имаат перманентен или привремен глад за странски капитал (земјидолжници). На пример, САД во подолг период бележат континуирано висок трговски дефицит. Трговскиот дефицит на САД изнесуваше 745,7 милијарди американски долари во 2015 година, а од него дури половината (367,2 милијарди американски долари) е трговски дефицит со НР Кина. Ваквиот трговски дефицит бара надворешно финансирање, кое се обезбедува преку нето-приливи на капитал, односно преку приливи на финансиската сметка на билансот на плаќања. Голем дел од американските долари, со кои е платен увозот на добра или услуги во САД, повторно се враќа во САД, преку странските инвестиции од страна на централните банки на земјите во развој и инвеститорите ширум светот. Така на пример, на крајот на јули 2016 година, НР Кина поседуваше американски државни хартии од вредност (обврзници и трезорски записи) во вредност од 1,2 трилиони американски долари. Во суштина, НР Кина е нето-извозник на капитал во САД, кои пак, се нето-увозник на капитал. Ваквите релации од видот кредитор-должник не само што опстојуваат подолг период, туку и се продлабочуваат. Од тие причини, поранешниот министер за финансии на Република Грција, Јанис Варуфакис ја нарече американската економија глобален минотаур. Според него, таа наликува на митското суштество, кое јадејќи момчиња и девојчиња („странски капитал“) успеваше да биде мотор на светската економија од раните осумдесети години на минатиот век до 2008 година.

Ефекти на прелевање. Според познатата изрека, она што се случува во Лас Вегас, останува во Лас Вегас. Но, она што се случува во финансискиот свет во Вашингтон и во Њујорк не може да остане таму и има значителни реперкусии врз остатокот од светот, особено во земјите во развој и земјите во транзиција. Речиси, по правило, релаксирањето на монетарната политика во САД и останатите напредни економии е поврзано со приливи на странски капитал во земјите во развој и обратно, затегнувањето на монетарната политика и подигнувањето на каматните стапки на финансиските инструменти на развиените пазарни стопанства предизвикува „нагорни“ текови на капиталот, односно преселба на капиталот од земјите во развој и земјите во транзиција кон развиените пазарни стопанства. Емпириската студија на Wongswan (2009) наоѓа докази дека неочекуваното хипотетичко намалување на референтната каматна стапка на Федералните резерви се пресликува во пораст од 0,5% до 2,5% на берзанските индекси во 15 земји од Европа, Азија и

Латинска Америка. Логиката е дека релаксирањето на монетарната политика во САД ги пренасочува светските инвеститори кон земјите во развој и земјите во транзиција.

3. ТЕОРЕТСКИ ОСВРТ КОН ЕФЕКТИТЕ ОД МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ

Ако постои консензус во теоретските истражувања во доменот на меѓународните финансии, тогаш несомнено, тој се однесува на заклучокот дека секоја нова научна студија отвора многу повеќе прашања, одошто дава одговори. Дури и оние одговори кои се понудени, зависат од премногу претпоставки, или пак, важат само во посебни околности или само во одделни периоди. Тоа ги мотивираше Obstfeld and Rogoff (2000) да направат категоризација на најважните „загатки“ во меѓународната макроекономија, во обид да го пронајдат заедничкиот причинител. Многу од овие загатки се тесно поврзани со меѓународните текови на капиталот и степенот на финансиска глобализација, прашања околу кои веќе подолг период академската заедница се обидува да ги приближи ставовите.

Нето-приливите на меѓународниот капитал играат многу значајна улога во остварувањето на користи од глобализацијата. Во основа, економистите од неокласичната провиниенција (на пример, Levine (1997), Balasubramanyam, Salisu, and Sapsford (1999), Obstfeld (2009) и Thompson (2008)) ги истакнуваат поволните нето-ефекти од приливот на странски капитал, додека неоклејнзијанските економисти и скептиците кон финансиската глобализација (на пример, Bhagwati (1998) и Stiglitz (2010)) ги истакнуваат ризиците од меѓународната финансиска интеграција. Иако разликите во ставовите се приближуваат, оваа област од меѓународните финансии останува актуелна, релевантна и возбудлива.

3.1. Потенцијални користи од меѓународната финансиска интеграција

Економската теорија нагласува повеќе потенцијални предности од глобалните текови на капиталот: (1) диверзификација на ризикот на глобално ниво; (2) меѓувременска трговија; (3) дисциплинирање на макроекономските политики; (4) ефикасност на банкарскиот систем и финансиска стабилност и (5) придружни користи.

Диверзификација на ризикот на глобално ниво

Меѓународните пазари на капитал овозможуваат резидентите на различни земји да го диверзифицираат или да го споделат ризикот („international risk-sharing“), на тој начин што во

своето портфолио ќе комбинираат финансиска или реална актива (странски акции, обврзници, други финансиски инструменти, недвижен имот) од повеќе земји. Доколку финансискиот имот се состоел само од обични акции од „Royal Bank of Scotland“, тогаш би претрпеле сериозни загуби од падот на берзанските цени по глобалната финансиска криза. Но, доколку во нашето портфолио сме имале претежно акции од „Катерпилар“ (Caterpillar Inc.), гигантска компанија за производство на машини и мотори, тогаш можеби и би заработиле одглобалната финансиска криза. Цените на обичните акции издадени од „Caterpillar Inc.“ достигнаа раст од дури 335,3% во однос на нивото пред почетокот на Големата рецесија (извор: Bloomberg, 9 март 2011 година). Диверзификацијата на портфолиото во меѓународни рамки овозможува намалување на неизвесноста, варијабилноста и ризикот од можни загуби.

Од теоретски аспект, глобалните пазари на капитал го насочуваат светското штедење кон неговата најпродуктивна намена. Оттука, бенефити од меѓународните текови на капиталот уживаат не само должниците, туку и кредиторите, бидејќи на тој начин остваруваат повисок принос на капиталот. Така на пример, американскиот инвеститор можеби ќе процени дека наместо каматна стапка од 2% на државната обврзница издадена од Департментот за трезор на САД, подобро е да ги вложи своите заштеди во инвестициски проект во технолошко-индустриска развојна зона во Република Македонија, со претпоставен принос на капиталот од 20%. На тој начин, инвеститорот ја помага глобалната алокација на вишоците од штедење во странски инвестициски проекти, кои нудат повисок принос на капиталот.

Меѓувременска трговија

Доколку една економија се соочува со рецесија или елементарни непогоди, таа може да позајми странски капитал за да ги намали негативните последици врз производството и вработеноста. Земјите во развој со хроничен недостиг на капитал, на пример, можат да позајмат на меѓународниот пазар на капитал за да финансираат инвестициски проекти, кои ќе го подигнат степенот на економски развој. Доколку позајмените средства се вложат во проекти кои значително ја подобруваат физичката инфраструктура или бизнис-опкружувањето, забрзаниот економски раст на приватниот сектор ќе придонесе за зголемување на стапките на штедење и редовна и непречена отплата на позајмените средства. Бидејќи земјата позајмува странски капитал во периоди на рецесија, кога најмногу е потребен, а го отплаќа во услови на економски подем, таа всушност ужива придобивки од т.н. меѓувременска трговија. Илустративен пример за користите од меѓувременската трговија е оној на Норвешка во седумдесетите години на XX век, кога таа позајми странски капитал во вредност од дури 14% од својот БДП за да ги експлоатира

новооткриените нафтени резерви во Северното Море. Резултатите се очигледни: Норвешка во изминатата деценија оствари просечен годишен суфицит на тековната сметка од 15% од БДП и таа е долгогодишното-извозник на капитал.

Дисциплинирање на макроекономските политики

Земјите кои вовеле висок степен на либерализација на капиталните трансакции и овозможуваат непречено движење на странскиот капитал во и надвор од земјата се принудени да водат дисциплинирани макроекономски политики. Доколку земјата спроведува неодговорна фискална политика, односно прекумерно го зголемува буџетскиот дефицит до степен на отежнато финансирање, тогаш очекуваните резултати се значителен одлив на краткорочниот странски капитал и драстично зголемување на каматната стапка. Последователните ефекти се пад на инвестициската активност и сериозни проблеми со макроекономската стабилност. За да се избегне сценариото на бегство на капиталот, извршната и монетарната власт се принудени да водат прудентни (здрави) макроекономски политики и да го подобруваат деловното опкружување. Примерот на Индија, како што ќе биде објаснето во секцијата 5.1.2, покажа дека беше дозволена малку повисока либерализација на капиталните трансакции за да се поттикне развојот на домашниот финансиски систем, да се дисциплинираат макроекономските политики, да се подобри корпоративното управување и да се подигне капацитетот на институциите.

Ефикасност на банкарскиот систем и финансиска стабилност

Еден од аргументите во прилог на финансиската глобализација е очекувањето дека приливот на странски капитал ќе ја зголеми длабочината и ширината на домашните финансиски пазари. Ваквиот процес неминовно води кон зголемување на ефикасноста на финансиското посредување, бидејќи се намалуваат трошоците и „прекумерните“ профити, кои дотогаш се остварувале во банкарскиот систем со висока пазарна концентрација. Влезот на странски банки обично го поттикнува развојот на финансискиот сектор, преку побогатата понуда на нови финансиски инструменти и услуги, како и современи менаџерски практики. Присуството на странски банки го поттикнува и развојот на финансиската регулатива и супервизија, кои сега мора да држат чекор со современите банкарски практики. Исто така, присуството на странски банки може да придонесе и за стабилноста на финансискиот систем, што е особено важно во периоди на банкарска криза или паника меѓу штедачите, кога странските финансиски институции се перципираат како сигурно прибежиште. Според Агенор и Монтиел (2012), поголемото учество на

странски капитал во банкарскиот сектор може да придонесе за подобрување на квалитетот на кредитното портфолио. Во некои земји во развој, домашните банки можат да бидат под политички притисок да одобруваат кредити, практика која е помалку веројатна во случајот на мултинационалните банкарски групации.

Придружни користи

Приливите на капитал во форма на странски директни инвестиции го зголемуваат производствениот потенцијал на економијата и обично, овозможуваат технолошки прелевања во домашните индустрии. Влезот на автомобилските гиганти, на пример, ја зголемува вработеноста, го раздвижува производството на сродните индустрии („spillover effects“), кои би произведувале компоненти за автомобили, донесува практики на добро корпоративно управување и низа други користи за економијатареципиент.

3.2. Потенцијални ризици од меѓународната финансиска интеграција

Финансиските кризи во текот на деведесетите години на XX век и неодамнешната светска економска криза за многумина се доказ дека ризиците од финансиската глобализација се поголеми од користите од неа. Така на пример, земјите кои беа најсилно погодени од светската финансиска криза во првата деценија од новиот милениум беа оние со висок степен на меѓународна финансиска интеграција. Искуството на брзорастечките економии (Индонезија, Јужна Кореја, Тајланд, Малезија, Хонг Конг, Лао и Филипини) со Азиската финансиска криза во 1997 година беше очигледен пример за последиците од таквите либерални политики. Ефектите врз економијатареципиент во голема мера зависат од природата на странскиот капитал. Приливите на долгорочен странски капитал се попосакувани од приливите на краткорочен или жежок капитал.

Меѓу останатите потенцијални трошоци на финансиската интеграција, академската литература (на пр., Stulz, 2005; Агенор и Монтиел, 2012) ги истакнува следните: прекумерна концентрација на тековите на капиталот; погрешна алокација на тековите на капиталот; нарушена макроекономска стабилност; процикличност на краткорочните текови на капиталот; прелевање на ризиците, однесување како во „стадо“ („herd behavior“) и варијабилност на тековите на капиталот и ризици поврзани со присуството на странските банки.

Прекумерна концентрација на тековите на капиталот

Досегашните емпириски трендови покажуваат дека странскиот капитал се распоредува нерамномерно во одделни земји во развој, односно меѓу странските инвеститори има посакувани дестинации, кои нудат солидни економски перспективи. Така на пример, НР Кина, Индија и Бразил привлекуваат голем процент од странските инвестиции во глобални рамки, а многу земји, кои имаат мала економија, остануваат надвор од сферата на интерес на меѓународната инвеститорска заедница. Не е важна само големината на економијата, туку и степенот на економска развиеност. Теоретскиот модел на Broner and Ventura (2016) потврдува дека оние економии во развој и во транзиција, кои се побогати, ќе примат и позначајни приливи на странски капитал. Понапредните економии во развој и економии во транзиција имаат повеќе домашно штедење, што ги охрабрува странските инвеститори да вложуваат повеќе. Според наведените автори, поволниот ефект од финансиското продлабочување се огледува во помалиот ризик при позајмувањето во странство, како и во повисоки нето-приливи на меѓународниот капитал.

Погрешна алокација на тековите на капиталот

И покрај големите очекувања, приливот на странскиот капитал може да се насочи во спекулативни или нискоквалитетни инвестициски проекти, кои не генерираат позначајни економски ефекти. Такви се на пример, инвестициите во сектор на недвижности, кои директно не го подигнуваат извозниот или производствениот капацитет на националната економија, а од друга страна, вршат притисок врз цените на недвижностите, па дури и потхрануваат ценовни меури („housing bubbles“) (на пр., Vasco 2014).

Нарушена макроекономска стабилност

Дестабилизирачките ефекти на меѓународните текови на капиталот, вообичаено, се поврзуваат со апрецијацијата на девизниот курс, забрзаниот кредитен раст, инфлациските притисоци и продлабочувањето на дефицитот на тековната сметка на билансот на плаќања. Оттука, многу економии се прилично претпазливи во поглед на либерализацијата на капиталните трансакции.

Процикличност на краткорочните текови на капиталот

Во академските кругови е особено влијателна студијата на Kaminsky, Reinhart, and Végh (2004), која врз основа на примерок од 104 земји, понуди докази дека се капиталните текови проциклични. Приливот на странски капитал, а особено надворешното задолжување, се зголемува во периодите на економски просперитет и се намалува во периодите на пад на економската активност. Тие заклучија дека во земјите во развој е забележана силна поврзаност меѓу приливите на странскиот капитал и експанзивните макроекономски политики, како и меѓу одливите на капитал и контракциските (рестриктивните) макроекономски политики. Во теоретскиот модел на Broner and Ventura (2016) се елаборира дека важен аспект на меѓународната финансиска интеграција е варијабилноста и процикличноста на нето-приливите на меѓународниот капитал. Степенот на варијација зависи од развојот на финансискиот систем, односно од финансиската длабочина на економијата, која ги прима нето-приливите на меѓународниот капитал.

Прелевање на ризиците, однесување како во стадо и варијабилност на тековите на капиталот

Тековите на странскиот капитал често пати создаваат епизоди на силен наплив или пораст („capital surge“), ненадејно запирање („sudden stop“) или „трка за ликвидност“ („liquidity run“). Во таа смисла, илустративна е изреката на познатиот американски економист, Џефри Сакс (Sachs 1984), кој велеше дека доколку секоја банка верува дека останатите банки ќе запрат со кредитните активности, тогаш сите банки ќе запрат со позајмувањето. Според сличен принцип се однесуваат и меѓународните инвеститори, кои многу често ја следат психологијата на стадото. Иако таквото однесување делува ирационално, сепак постојат студии кои сметаат дека е тоа рационален одговор во услови на значајни асиметрични информации за состојбата на финансиските пазари и недоволна информираност за макроекономските перспективи.

Високиот степен на либерализација на финансиската сметка од билансот на плаќања делува како широко отворена врата за прелевање на ризиците од меѓународното опкружување во националната економија.

Ризици поврзани со присуството на странските банки

Одредени искуства укажуваат дека странските банки можат да се фокусираат само на поголемите клиенти, односно да ги рационалираат (намалат) кредитите за малите и средните компании. Со своето присуство, особено ако е значително, странските банки вршат притисок за реорганизација и консолидација на помалку успешните домашни банки. Во крајна линија, тоа

може да води кон „премногу големи банки за да пропаднат“ („too big to fail“), морален hazard и помалку внимателен пристап во одобрувањето нови кредити. Второ, поголемата концентрација во банкарскиот сектор, која би настанала со консолидација на помалите домашни банки, би влијаела на можни злоупотреби на доминантната позиција и елементи на олигополско однесување. Трето, странските банки се во можност да понудат поатрактивни пакети за наградување на вработените и да ги привлечат поквалитетните човечки ресурси од домашните банки („cream-skimming“) (Агенор и Монтиел, 2012).

* * *

И покрај големите ризици кои ги носи финансиската глобализација, се чини дека доминира ставот дека дел од нив можат да се ублажат. Дури и земјите кои спроведуваа недисциплинирани макроекономски политики и имаа бројни структурни слабости успеваа да обезбедат итна финансиска помош од меѓународните финансиски институции. Имајќи ги предвид лошите претходни искуства, многу земји го зголемуваа нивото на девизните резерви за да можат да одговорат на потенцијалните неповолни шокови.

Заклучокот е дека државите треба да го изберат оптималното ниво на меѓународно финансиско интегрирање и либерализација на капиталните трансакции, земајќи предвид лепеза фактори, како што се нивото на економска развиеност, режимот на девизниот курс, квалитетот на институциите (особено регулаторните и супервизорските агенции), расчекорот меѓу штедењето и инвестициите од макроекономски аспект, употребата на странскиот капитал и др.

3.3. Фактори на привлекување и одвлекување

Во академската литература постои изграден консензус дека тековите на капитал се движат под дејството на две пошироки групи фактори: фактори на привлекување („pull factors“) и фактори на одвлекување или заминување („push factors“).

Како позначајни фактори на привлекување на странскиот капитал во националната економија, вообичаено се истакнуваат:

- економските фундаменти на потенцијалната инвестициска дестинација: реален пораст на БДП, ниво на девизни резерви, салдо на тековната сметка на билансот на плаќања, буџетско салдо, стапка на инфлација, краткорочна каматна стапка, ниво на јавен долг, ниво на краткорочен долг, раст на банкарските кредити;

- квалитетот и капацитетот на институциите: рејтингот на државните обврзници и на државата како емитент, квалитетот на финансиските институции и квалитетот на политичките институции;
- макроекономските политики: пред сè, монетарната и фискалната политика, контролите на капиталот, депозитните гаранции, гаранциите за задолжувањата, интервенциите на кредитниот пазар и сл.
- изложеноста кон економската глобализација: степен на трговска отвореност, степен на меѓународна финансиска интеграција, пазарна капитализација и степен на либерализација на капиталните трансакции.

Факторите на одвлекување или заминување се оние што ги мотивираат странските инвеститори да го изнесат надвор капиталот од националната економија. Меѓу позначајните фактори се: стапките на приносво развиените пазарни стопанства, глобалната ликвидност, перцепцијата за глобалните ризици, како и регионалните интеграции на пазарите на капитал и трговијата. Доколку стапката на принос е значително пониска од оние, кои се остваруваат во другите национални економии, инвеститорите ќе бидат мотивирани да го изнесат капиталот. Друг фактор е зголемената активност на финансиските посредници (институционалните инвеститори, на пример), кои го диверзифицираат своето портфолио обезбедувајќи поголемо учество на странската финансиска актива. Теоретската литература нагласува и ред други фактори, кои ќе бидат објаснети во рамките на критичката анализа на современите теории за управувањето со меѓународните текови на капитал.

Академската литература од областа на меѓународните финансии нагласува дека тековите на меѓународен капитал кон земјите во развој, подем или транзиција се силно поврзани со глобалните фактори на одвлекување и домашните фактори на привлекување. Овие текови значително се зголемуваат во периодите кога во развиените пазарни стопанства преовладуваат ниски каматни стапки, како и општа перцепција за намалени ризици и силен економски раст во земјите во развој, подем или транзиција. Во однос на релативната важност на факторите на поттурнување и привлекување, емпириските студии сметаат дека глобалните фактори на оттурнување се поважни фактори во објаснувањето на тековите на меѓународен капитал кон земјите во развој, подем или транзиција, отколку што е тоа случајот со развиените пазарни стопанства. Потребно е да се потенцира дека ризиците од погрешна генерализација е многу висок, бидејќи постојат значителни варијации помеѓу земјите.

Особено важно е да се истакне реверзибилното (или двонасочното) однесување на факторите на одвлекување или заминување на капиталот. Многу емпириски истражувања (на пример, Kaminsky, Mati, and Choueiri 2009) откриваат дека во периодите на монетарна контракција

во САД или другите развиени пазарни стопанства, странскиот капитал се повлекува од земјите во развој и патувакон традиционалните светски економски центри (Њујорк, Лондон, Париз, Франкфурт).

Во продолжение ќе бидат синтетизирани и критички анализирани главните теоретски пробиви во изучувањето на ефектите од нето-приливите на меѓународниот капитал.

3.4. Теоретскиот придонес на Џон Мајнард Кејнс и неговите следбеници

Еден од првите значајни придонеси во полето на финансиската глобализација му припаѓа на прочуениот британски економист, Џон Мајнард Кејнс. Иако централниот интерес во неговите дела од областа на монетарната теорија (Keynes, 1923; 1930) се предизвиците во водењето автономна монетарна политика, сепак тој нуди извонредно значаен придонес во однос на ефективноста и ефикасноста на контролите на капиталот („capital controls“). Придонесот на Кејнс е во откривањето на т.н. трилема или „невозможно тројство“ („impossible trinity“), според која во услови на режим на фиксен девизен курс и слободно движење на капиталот, постои многу мал простор, ако воопшто и постои, за водење независна монетарна политика. Во неговото прочуено дело, *Економските последици на мирот* објавено во 1920 година (Keynes 1920), тој ги нагласува користите од меѓународната финансиска интеграција:

„жителот на Лондон може да нарача преку телефон, додека си го става утринскиот чај во креветот, различни производи од целата Земја, во количества, кои му се гледаат соодветни, и рационално да очекува нивна испорака до влезната врата; во истиот момент и на истиот начин, тој може да го вложува своето богатство во природни ресурси и нови деловни потфати во кое било катче на светот, и да ги споделува, без напор или дури проблеми, нивните очекувани плодови и предности [...]“.

Кејнзовите економски погледи доминираа во доцните шеесети и во раните седумдесети години на минатиот век, кога поради недоволно убедливото објаснување на стагнацијата, само привремено, мораа да потклекнат под налетите на новата класична макроекономија.

Идеите на Кејнс создадоа плодна почва за подоцнежните теоретски пробиви, кои се развиваа како формални и аналитички поразгранети модели. Така на пример, познатиот Мандел-Флемингов модел (Mundell, 1961a, 1961b, 1962, 1963; Fleming, 1962) беше една од првите аналитички рамки, во кои беа вклучени платниот биланс, тековите на меѓународниот капитал и нивните импликации врз општата економска рамнотежа. Еден од поважните заклучоци на канадскиот економист и нобеловец по економија, Роберт Мандел, беше дека е невозможно истовремено да коегзистираат слободното движење на капиталот, режимот на фиксен девизен курс

и независната монетарна политика. Поради ова „невозможно тројство“, креаторите на макроекономската политика мора да се откажат од еден макроекономски инструмент или политика. Од тие причини, подоцна и прочуениот претставник на втората генерација американски кејнзијански економисти, нобеловецот Џејмс Тобин (Tobin, 1978) во неговите формални модели заклучи дека трилемата отвора можност за активистичка монетарна политика, која би настојувала да ја доближи економијата до нивото на целосна вработеност, што е секако остварливо, но преку посилни контроли на капиталот.

3.5. Неокласична анализа на користите и трошоците од меѓународната мобилност на капиталот

Според неокласичната економска теорија, секоја пречка за меѓународното движење на капиталот ја зголемува цената на капиталот за земјатаувозник на капитал и оттука, претставува демотивација за зголемување на капиталните фондови. Контролите на капиталот ги заштитиуваат домашните финансиски посредници од здравата надворешна конкуренција. Освен тоа, тие можат да им дадат прекумерна моќ на бирократите при одлучувањето за ефикасната алокација на ресурсите. Ваквите ограничувања на приливите на меѓународниот капитал, според претставниците на неокласичната економска теорија, оставаат простор за корупција и привилегиран пристап до странскиот капитал. Оттука, воведувањето на контроли на капиталот и приближувањето до состојбата на финансиска автархија¹² предизвикува не само статички загуби (пониско ниво на производство), туку и динамички загуби (пониски идни стапки на економски раст).

3.5.1. Придонесот на монетаристите и раните неокласичари

Променетите макроекономски околности во средината на седумдесетите години на минатиот век силно ја намалија објаснувачката моќ на кејнзијанските модели. Прочуениот монетарист, нобеловецот Милтон Фридман (Friedman, 1953), а подоцна и неокласичните економисти и добитници на Нобеловата награда, Кенет Ероу и Жерар Дебре (Arrow and Debreu 1954),¹³ упатија сериозни критики кон кејнзијанската перспектива на контролите на капиталот и воопшто, на ефектите од меѓународното движење на капиталот. Според нив, регулацијата на

¹²Целосна затвореност на капиталната и финансиската сметка на билансот на плаќања, односно изолација од глобалните пазари на капитал.

¹³Моделот на Ероу и Дебре (Arrow and Debreu 1954) е математички економски модел, со неколку клучни претпоставки: конвексни преференции, совршена конкуренција и независност на индивидуалните побарувачки. Тој се користи како доказ дека постои општа рамнотежа во економијата, онака како што ја опиша францускиот математичар и економист од т.н. Лозанска школа, Леон Валрас (Валрасова рамнотежа).

тековите на капитал предизвикува многу пазарни нарушувања и оттука, вистинското решение е глобална либерализација на тековите на капитал (Gallagher, 2014). Тие нагласуваат дека контролите на капиталот го отежнуваат воспоставувањето на општата макроекономска рамнотежа и поради тоа, треба да бидат елиминирани или баремминимизирани.

3.5.2. Лукасовиот парадокс

Стандардната неокласична економска теорија претпоставува дека капиталот треба да „патува“ од земјите со низок маргинален производ на капиталот и висок БДП по жител кон земјите со висок маргинален производ на капиталот и низок БДП по жител. Имено, во сиромашните земји, трудот е производствен фактор, кој го има во изобилство, додека капиталот е редок. Оттука, дополнителната единица странски капитал би имала посилен придонес во посиромашна економија, односно би овозможила повисок маргинален производ и поголем очекуван профит. Исто така, ако земјата има повисока каматна стапка од светската каматна стапка и истовремено има либерализирана финансиска сметка од билансот на плаќања, тогаш таа треба да очекува прилив на странски капитал.

Логиката на овој едноставен теоретски механизам се покажа во голем расчекор со она што се случуваше во практиката. Така на пример, еднаоднајвлијателните и најконтроверзните студии на меѓународното движење на капиталот (Lucas 1990), укажа дека капиталот не само што не патува од богатите кон сиромашните земји, туку на против, често се движи во обратната насока. Доколку неокласичната економска теорија би била во право, тогаш неговото истражување покажа дека капиталот постојано би требало да се сели од САД кон Индија, со оглед дека маргиналниот производ на капиталот во Индија е 58 пати поголем од оној во САД. Новата емпириска регуларност набрзо доби статус на т.н. „Лукасов парадокс“, кој сериозно ја разниша репутацијата на неокласичната економска теорија.

Последователните теоретски и емпириски истражувања во оваа област, меѓу кои и поновите студии на самиот Лукас, откриваат повеќеможни причини за овој парадокс, кои се групирани во две категории.

Првата категорија ја сочинуваат разликите во економските фундаменти на националните економии, кои се поврзани со производствената структура, технолошките разлики, недостигот на некои фактори на производство, владините политики и капацитетот на институциите. Доколку работниците во Индија ги немаат истите работни вештини како и оние во САД, тогаш очекуваниот профит на американската компанија од вложувањето во Индија станува значително помал во споредба со очекуваниот профит во САД. Пример од реалноста е оној на американската компанија

„Интел“, која во 1996 година се двоумеше дали да инвестира во Мексико или Костарика. И двете земји имаа приближно ниво на економска развиеност и слична стапка на писменост на населението, но Мексико имаше поголем контингент на високоедуцирани машински и електроинженери. Сепак, „Интел“ одлучи да инвестира во Костарика, поради претпоставено подобриот институционален капацитет и пониското ниво на корупција. Заклучокот е дека капиталот и не мора да патува од богатите кон посиромашните економии, бидејќи побогатите економии имаат повисока продуктивност.

Втората категорија ги бара причините за Лукасовиот парадокс вонесовршеностите на пазарот на капитал, за кои веќе подолго време укажуваат претставниците на неокеејнзијанската економска школа. Поновите теоретски студии ги третираат меѓународните разлики во несовршеностите на финансиските пазари како движечка сила на меѓународните текови на капиталот von Hagen and Zhang (2014). Во тие рамки, една научна струја се фокусира на т.н. финансиски фрикции (триења или неусогласености) (види повеќе кај Caballero, Farhi, and Gourinchas 2008 и Antras and Caballero 2009). Исто така, не смее да се заборават и преференциите на приватните и официјалните инвеститори од земјите во развој и земјите во транзиција, кои сакаат да вложуваат во посигурни финансиски средства во развиените пазарни стопанства. Меѓу другото, несовршеностите на финансискиот пазар објаснуваат зошто капиталот од побогатите економии не сака да се пресели во некоја економија во подем, која е презадолжена и/или е на работ на финансиска криза.

Капиталот можеби и би се преселил во Индија, доколку не би постоеле бројни административни бариери и контроли на капиталот. Главниот придонес на студијата на Роберт Лукас (1990) беше заклучокот дека стапките на принос се важна движечка сила на капиталот во меѓународни рамки, но дека инвеститорите се раководат исклучиво според стапките на принос приспособени за ризикот („risk-adjusted rates of return“). Тие земаат предвид и други важни домашни фактори, а не само очекуваниот профит, пред да се одлучат да преселат дел од капиталот на друга локација. Овие наоди подоцна беа потврдени во истражувањата на многу други автори (Alfaro, Kalemli-Ozcan, and Volosovych 2008; Abiad, Leigh, and Mody 2009; Ohanian and Wright 2010).

Schularick (2006) ја споредува финансиската глобализација во три децении од класичниот златен стандард (1883-1913) со онаа во трите децении од 1975 до 2005 година. Тој заклучува дека капиталот се однесувал според принципите на неокласичната економска теорија во текот на XIX век и навистина патувал од богатите земји кон земјите во развој. Според него, денешната финансиска глобализација сведочи за „нагорни“ текови од земјите во развој кон развиените

пазарни стопанства. Тој истакнува дека е Лукасовиот парадокс многу поизразен денес, отколку во моментот на неговото идентификување во 1990 година.

Gourinchas and Jeanne (2013) квалификувајќи го Лукасовиот парадокс како „замка во алокацијата“, објаснуваат дека нето-приливите на меѓународниот капитал не одат во земјите со високи инвестиции и пораст на продуктивноста. Главната причина за тоа, според нив, се официјалните текови на капиталот од земјите во развој кон развиените пазарни стопанства, кои се поврзани со акумулацијата и инвестирањето на девизните резерви во посигурни хартии од вредност. Потребата од меѓународна диверзификација на ризиците на земјите во развој и континуираните инвестиции во финансиски инструменти на развиените пазарни стопанства е нотирана и во студијата на MacDonald (2015). „Нагорните“ текови на капиталот претставуваат релативно нов посткризен тренд, кој не смее да се занемари, имајќи предвид дека само во 2014 и првата половина од 2015 година се забележани одливи на капитал од земјите во развој кон развиените пазарни стопанства во вредност од 1 трилион американски долари (Bussière and Phylaktis 2016).

Reinhardt, Ricci, and Tressel (2013) сметаат дека Лукасовиот парадокс постои поради силните контроли на капиталот во меѓународни рамки и дека кога би постоела целосна либерализација на капиталните трансакции, тогаш капиталот би се однесувал според постулатите на неокласичната економска школа.

Заклучокот е дека, на агрегатно ниво, постојат два вида текови на меѓународниот капитал: (а) „надолни“ („downhill“) текови на приватниот капитал од развиените пазарни стопанства кон земјите во подем, развој или транзиција и (б) „нагорни“ („uphill“) текови на претежно официјален капитал (девизни резерви) од земјите во подем и земјите во развој кон развиените пазарни стопанства. Така на пример, САД се пример за инвестициска дестинација, чија гравитациска сила привлекува значајни приливи на меѓународен капитал од сите континенти.

3.5.3. Моделот на Ремзи, Кас и Купманс

Студијата на Френк Ремзи насловена како „Математичка теорија на штедењето“ била објавена уште во 1928 година, но во следните триесет години останала на маргините на академскиот интерес. Нејзиниот академски потенцијал бил повторно откриен во подоцнежните статии на Cass (1965; 1966) и Koopmans (1967) во шеесетите години на XX век, кои понудија многу понапредни идеи, од оние кои можеле да ги согледаат нивните современици. Неспорниот придонес на тројцата економисти во историјата на економската теорија е „заведен“ како моделот на

Ремзи, Кас и Купманс и подоцна валоризиран не само во теоријата за економскиот раст, туку и во други области на економската наука.

Во продолжение ќе илустрираме една од варијантите на овој модел, објаснета во студијата на Gourinchas and Jeanne (2006). Во неа авторите претпоставуваат дека економијата може да акумулира физички капитал со користење на домашно штедење и/или со привлекување капитал од странство. Економијата е мала во однос на остатокот од светот, така што режимот на финансиската сметка од билансот на плаќања нема влијание врз приносот на капиталот во светски рамки. Придобивките од меѓународната финансиска интеграција за оваа економија се проценуваат со споредување на две екстремни сценарија: целосна финансиска изолација (во која земјата се потпира исклучиво на домашни заштеди) и совршена мобилност на капиталот (во која земјата може слободно да увезува или да извезува капитал при дадена каматна стапка на светскиот финансиски пазар). Исто така, тие претпоставуваат дека не постојат значајни бариери за меѓународните финансиски текови.

Нивниот заклучок е дека долгорочните нивоа на капитал и аутпут $reg\ capita$ се идентични и во услови на целосна финансиска изолација и во услови на совршена мобилност на капиталот. Главната причина зошто овие нивоа се разликуваат од земја во земја се континуираните разлики во продуктивноста, но тие не зависат од степенот на отвореност на финансиската сметка од билансот на плаќања од билансот на плаќања. Според тоа, во оваа варијанта на неокласичниот модел на економскиот раст, странскиот капитал не ја менува долгорочната патека на економскиот раст („steady state growth path“), туку само ја забрзува конвергенцијата на земјата кон перформансите на понапредните економии. Забрзувањето не е значајно, дури и за оние земји, кои имаат големи нето-приливи на меѓународниот капитал. Со калибрирање, односно експертска проценка на вредностите на параметрите, на моделот на Ремзи, Кас и Купманс, Gourinchas and Jeanne (2006) доаѓаат до заклучокот дека во земјите во развој, користа од префрлувањето од режимот на целосна финансиска изолација кон совршена мобилност на капиталот се состои во само 1% повеќе перманентно зголемување на потрошувачката во земјата. Во нивниот модел, брзината на реалната економска конвергенција, дефинирана како дел од производствениот јаз кој се елиминира секоја година, изнесува 11,49%.

3.5.4. Интегрирани модели на меѓународни текови на капитал и меѓународна трговија со добра

Моделот на отворена економија на Aguiar and Amador (2011) претставува истакнат репрезент на стојалиштата на неокласичните економисти. Во него е понудена аналитичка рамка, која објаснува зошто степенот на финансиска отвореност има различни последици за економскиот

раст во одделни земји. Според нив, брзорастечки економии се оние кои успеваат да го намалат нивото на задолженост и да примат значајни приливи на приватен капитал од странство. Пресудниот фактор е политичкото опкружување, со оглед дека земјите со недоволен капацитет на институциите и несоодветни владини политики ги обесхрабруваат инвестициите и порастот на продуктивноста. Слабите институции во голема мера објаснуваат и зошто во многу земји во развој и земји во транзиција се случува одлив на капиталот (Alfaro, Kalemli-Ozcan, and Volosovych 2008).

3.5.5. Критика на неокласичната економска теорија

Неокласичната економска теорија претпоставува дека недостигот на домашно штедење е главниот ограничувачки фактор на економскиот раст. Оттука, повеќето академски економисти претпоставуваат дека капиталот ќе патува од развиените пазарни стопанства кон земјите во развој. Преовладувачкиот дел од емпириската литература, за жал, не ги потврдува овие наоди на неокласичната економска школа, особено имајќи предвид дека од 1996 до 2004 година се забележани нето одливи на капитал од земјите во развој. Дури и кога се остварувани нето приливи на меѓународниот капитал, заклучоците не се едногласни.

Претставниците на ММФ признаваат дека неколку децении имале прекумерна верба во препораките на неолибералната економска теорија и дека советите за брза и радикална либерализација на капиталните трансакции донеле повеќе ризици одошто користи за многу земји во развој (Ostry, Loungani, and Furceri, 2016). Некогашниот официјален став на ММФ дека либерализацијата на капиталните трансакции секогаш добредојдена е веќе напуштен. Сегашните решенија во поглед на степенот на либерализација на капиталните трансакции се подалеку од предлозите на неолибералната економска теорија, од едноставна причина што контролите на капиталот станаа неопходно оружје во борбата со варијабилноста на приливите и одливите на меѓународниот капитал. Несомнено, ваквиот одговор е многу поблизок до неоклесијанските погледи кон меѓународната финансиска интеграција.

3.6. Интертемпорални модели и модели на реални бизнис циклуси

Во рамките на т.н. нова макроекономија на отвореното стопанство се разви посебна теоретска и емпириска струја, која стави акцент на меѓувременскиот карактер на одлуките на економските агенти. Интелектуални стожери на оваа класа модели се студиите на Sachs (1981), Obstfeld (1982) и Obstfeld and Rogoff (1995), во кои теоретски се демонстрира дека сегашните одлуки на економските агенти се темелат на рационално однесување, кое го зема предвид

интертемпоралното буџетско ограничување. Приливите на странски капитал за финансирање на сегашната инвестициска активност се економски оправдани, бидејќи се очекува да го зголемат среднорочниот економски раст, а со тоа и капацитетот за нивно сервисирање. Ваквиот пристап се нарекува „нивелирање“ или „рамнење“ на инвестициите низ времето („investment smoothing“). Според нив, рационално однесување на приватните субјекти е и да се обезбеди стабилна личната потрошувачка, преку обезбедување странски кредити, со цел да се избегне привремен пад на потрошувачката во услови на рецесија. Ваквиот пристап се нарекува „нивелирање“ или „рамнење“ на личната потрошувачка низ времето („consumption smoothing“). Нивелирањето значи ублажување на подемите и падовите во личната потрошувачка и во инвестициската активност, преку користење на приливите и одливите на меѓународниот капитал (види повеќе кај Artis and Hoffmann 2011). Овие одлуки ги носат економски агенти, кои рационално се однесуваат и внимаваат на последиците од прекумерното задолжување. Во основа, интертемпоралниот поглед на меѓународното движење на капиталот претставува примена на Мандел-Флеминговиот модел во динамичен контекст (со различни временски хоризонти) и со многу поразгранети микроекономски основи. Валидноста на интертемпоралните модели зависи од степенот на либерализација на капиталните трансакции, односно од отвореноста на капиталната сметка. Доколку постојат мерки за управување со тековите на капиталот, тогаш економските агенти не можат да извршат целосно нивелирање на личната потрошувачка или на инвестициската активност.

Наспроти овие модели, модерната теорија на финансиската глобализација разви и посебна гранка, која се потпира на т.н. модели на реални бизнис-циклуси. Овие модели се базираат на претпоставката дека трошоците од меѓународното споделување на ризиците се мали, речиси незначителни (на пример, Obstfeld and Rogoff 1996). Двете класи на модели (интертемпоралните модели и моделите базирани на реалните бизнис циклуси) се покажаа неприменливи за повеќе земји во развој и делумно применливи за земјите во транзиција.

3.7. Неокејнзијански перспективи на меѓународната финансиска интеграција

3.7.1. Пазарните несовршености и меѓународната финансиска интеграција

Во продолжение ќе бидат презентирани повеќе неокејнзијански модели, во кои пазарните несовршености се јавуваат како главна причина за недоволен прилив на странски капитал, недоволни користи од либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања или пак, премногу големи ризици поврзани со варијабилноста на тековите на капитал. Тие го

нагласуваат значењето на асиметричните информации, правната заштита и сигурност на странските инвеститори, недоволната развиеност на домашниот финансиски пазар, како и глобалните нерамнотежи во билансите на плаќања на моќните светски економии.

3.7.1.1. Модели базирани на финансискиот акцелератор

Неокејџијанските економисти, во принцип, сметаат дека постојат значајни несовершености на финансиските пазари, кои силно влијаат на меѓународните текови на капиталот. Еден од позначајните придонеси на овој план е познатата теорија за финансискиот акцелератор. Според овој концепт, кој првпат го промовираше Fisher (1933) и Gurley and Shaw (1955), финансиските услови во земјата можат да ги зајакнат и да ги распространат шоките во економијата.

Теоријата за финансискиот акцелератор долг период се сметаше за инфериорна во однос на теоремата на Франко Модиглиани и Мертон Милер (Modigliani and Miller 1958), и двајцата претставници на неокласичната синтеза инобеловци по економија. Имено, дотогаш доминантната концепција беше дека: (а) структурата на капиталот е ирелевантна за вредноста на фирмите и (б) финансискиот систем е само посредник меѓу субјектите со финансиски дефицит и субјектите со финансиски суфицит, без позначајни макроекономски последици.¹⁴

Дури во деведесетите години на минатиот век, неколку студии на познати неокејџијански економисти (Greenwald and Stiglitz 1993; Bernanke, Gertler, and Gilchrist 1999) повторно го промовираа концептот на финансиски акцелератор. Основната идеја е дека постојат асиметрични информации меѓу кредиторите и должниците, кои се пресликуваат во недоволна информираност и „премија за надворешно финансирање“. Оваа премија претставува дополнителен трошок за инвестициските проекти на фирмите, кои се финансираат преку надворешни извори (кредити, на пример), а не преку задржаната добивка. Премијата зависи обратнопропорционално од финансиската способност на должникот и оттука, се менува обратно од фазата на циклусот (контрациклично). Ако должникот запаѓа во финансиски проблеми, тогаш расте и премијата за надворешно финансирање. Од друга страна, поволните шокови во економијата ја зголемуваат вредноста на фирмата и ги подобруваат нејзините готовински текови, што резултира во пониска премија за надворешно финансирање. Ова им овозможува на фирмите поповолни услови на кредитниот пазар, посилен инвестициска активност, што ги зајакнува првичните експанзивни ефекти на поволниот шок.

¹⁴Важна импликација на оваа теорема е дека во услови на ефикасни пазари, вредноста на фирмата не зависи од структурата на нејзиниот капитал (сопствен капитал или туѓ капитал, односно обврски).

Сосема очекувано, приливот на странски капитал предизвикува проциклични и дестабилизирачки движења на финансиските пазари. Нето-приливите на меѓународниот капитал ја снижуваат каматната стапка и ги зголемуваат цените на хартиите од вредност, што дополнително го поттикнува финансискиот акцелератор, а тој води кон посилено изразени подеми и падови во економската активност (види повеќе кај Doytch 2013).

3.7.1.2. Модели со асиметрични информации

Многу слично, но влијателно објаснување за неочекуваната насока и можните дестабилизирачки ефекти на тековите на капиталот е понудено од страна на Gertler and Rogoff (1990). Во нивниот модел, несовршеностите на домашниот пазар на капитал имаат третман на ендогена варијабла, односно зависат од бројни други фактори во моделот. Главната иновација во моделот се асиметричните информации, кои постојат меѓу кредиторите и должниците на глобалниот финансиски пазар. Дури и кога постои совршена мобилност на капиталот и безризичната каматна стапка е иста во сиромашната земја („Југот“) и богатата земја („Северот“), во сиромашната земја ќе постои поголема каматна маргина меѓу активната каматна стапка и безризичната каматна стапка. Ова се должи на информациската асиметрија и бројните несовршености на домашниот пазар на капитал во недоволно развиената економија.

Gordon and Bovenberg (1996) развиваат модел на асиметрични информации, во кој странските инвеститори се во понеповолна позиција, бидејќи имаат помалку информации за стопанскиот систем и економската политика во споредба со домашните инвеститори. Не е исклучено тие да платат повисока цена за преземање на одредена компанија, отколку цената која би ја платил некој домашен инвеститор. Исто така, тие се недоволно информирани за идните владини политики, идната побарувачка за нивните добра и услуги, проблемите при извршувањето на договорите, каналите за дистрибуција и сл. Во нивниот модел се предлага владата на земјатаувозник на капитал да воведо ниска стапка на данокот на добивка и да го поттикнува увозот на капитални добра.

3.7.1.3. Модели со финансиски фрикции

Во теоретскиот пробив на Aoki, Benigno, and Kiyotaki (2010) се нагласува дека без оглед на либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања, она што е важно за да се исползуваат користите од меѓународната финансиска интеграција е развиеноста на домашниот

финансиски систем. Дури и владините напори за привлекување на СДИ можат да бидат неуспешни, доколку степенот на финансиски развој е недоволен.

Ju and Wei (2006) нудат поинакво гледиште за очигледниот парадокс во однос на тековите на капитал. Тие го комбинираат моделот на финансиски договор на Holmstrom and Tirole (1996) со стандардниот модел на меѓународна трговија на Хекшер, Олин и Семјуелсон. Притоа, воведуваат разлика помеѓу финансиските инвестиции и вложувањата во физички (производствен) капитал. Генералниот заклучок е дека една сиромашна земја со неефикасен финансиски сектор и слаба заштита на сопственичките права, најверојатно ќе искуси голем одлив на финансиски капитал, но истовремено и помал прилив на СДИ, што на нето-основа, сепак ќе значи поголем одлив на капитал. Според нивниот теоретски модел, капиталот патува од посиромашните кон побогатите економии, поради недоволниот квалитет на финансискиот систем и ризикот од експропријација во земјите со понизок доход.

3.7.1.4. Модели базирани на правната заштита на инвеститорите

Во теоретскиот модел на Shleifer and Wolfenzon (2002), кој комбинира елементи на неоклјезијанската и институционалната економија, се истакнува дека главниот фактор при донесувањето одлука за инвестирање во некоја земја е правната заштита на странскиот инвеститор. Проучувајќи лепеца одлуки на претприемачот при инвестирањето во странство, тие констатираат дека оние земји кои имаат подобра заштита на акционерите имаат и поголеми и повеќе фирми, со повисока пазарна капитализација, со поголеми дивиденди, помала концентрација на сопственоста и секако, повисок степен на развиеност на пазарите на хартии од вредност.

3.7.1.5. Модели со глобални нерамнотежи

Силен академски поттик за развој на моделите со несовршени финансиски пазари даде и поранешниот претседавач (гувернер) на Федералните резерви на САД, Бен Бернанке (Bernanke 2005), чија теза беше дека приливот на странски капитал во САД не е поради големата потрошувачка на американските граѓани, туку поради прекумерното штедење на граѓаните во брзорастечките економии во развој, пред сè, НР Кина. Овие ставови набрзо станаа препознатливи под познатата синтагма „глобален вишок на штедење“ („global savings glut“), која понуди навистина убедливо објаснување за големите приливи на капитал во високоразвиените земји. Во недостиг на институционален капацитет за спроведување силна инвестициска активност во домашната економија, многу земји во развој ги пласираа своите девизни приливи од трговските суфицити во

квалитетни хартии од вредност во странство, издадени од корпорации или влади на развиените економии. На тој начин, огромни износи на странски капитал патуваа од земјите во развој кон високоразвиените економии, во согласност со Лукасовиот парадокс.

Caballero, Farhi, and Gourinchas (2008) развиваат рамнотежен модел на глобалните дебаланси или нерамнотежи, проучувајќи ги тековите на капитал меѓу четири групи економии: САД (вклучувајќи ги тука и Велика Британија и Австралија) (U), еврозоната (E), Јапонија (J) и остатокот на светот (R). Последната група ги опфаќа економиите во подем, земјитеизвознички на нафта и новоиндустријализираните економии, како Хонг Конг, Сингапур и Јужна Кореја, кои имаат високи стапки на национално штедење. Наспроти доминантниот акцент на повеќето емпириски студии на релација $U-E$, тие настојуваат да ги објаснат тековите на капитал меѓу U и R . По експертската проценка на параметрите, нивниот теоретски модел покажува дека капиталот постојано се движи кон U , светската економија доживува пад на реалната каматна стапка, и истовремено, се случува силен пораст на учеството на активата од U во глобалните портфолија. Главниот заклучок, дека капиталот уште долго ќе патува кон U , е во целост конзистентен со тезата на Bernanke (2005) и тој е извлечен со проучување на три сценарија: (1) колапсот на финансиските пазари во Јапонија во раните деведесети години на минатиот век, (2) крахот на пазарите во подем во доцните деведесети години на минатиот век и (3) континуираниот процес на глобална интеграција и забрзан раст на НР Кина и другите пазари во подем.

3.7.2. Моделот на Stiglitz (2010)

Студијата на веројатно еден од најпознатите неокеејнзијански економисти на денешницата, нобеловецот Џозеф Стиглиц (Stiglitz 2010) нуди скептичен поглед кон користите од меѓународната финансиска интеграција. Моделот нагласува дека приливот на странски капитал во земјатадомаќин ја зголемува нејзината ранливост, бидејќи го зголемува системскиот ризик. Радикалниот заклучок во оваа студија е дека кога земјата би требало да избира меѓу потполна либерализација на финансиската сметка од билансот на плаќања и целосна финансиска изолација (автархија), тогаш втората опција е подобра.

Првиот градбен блок на моделот се поврзува со теоремата за фундаментална неефикасност (Greenwald and Stiglitz 1986), според која дури и кога економските агенти имаат рационални очекувања, во услови на нецелосно изградени пазари за обезбедување од ризици, пазарната рамнотежа е неефикасна. Како илустрација, тој наведува дека зголемувањето на инвестициите на пазарот на недвижности постојано го зголемува ценовниот меур и системскиот ризик. Дури и во услови на незначително забавување на економската активност, цените на недвижностите

почнуваат да се намалуваат, повеќето сопственици би сакале да ја продадат недвижноста, а тоа неминовно води кон продлабочување на кризата. Оттука, доколку приливот на странскиот капитал е концентриран во секторот на недвижности, неминовно го зголемува системскиот ризик во земјата домаќин.

Вториот градбен блок е поврзан со пазарните несовершености, меѓу кои како најзначајни, се издвојуваат екстерните (страничните) ефекти од стечајот или ликвидацијата на компаниите. Оние компании што се доведени на работ на стечај или ликвидација, создаваат силни негативни екстерналии, бидејќи ја зголемуваат веројатноста од банкротство и на доставувачите, кредиторите и другите засегнати страни. Банкротствата на фирмите во една национална економија, која има разгранети деловни и финансиски релации во меѓународни рамки, брзо се пренесуваат кон партнерските компании во другите национални економии. Овој феномен на финансиско заразување, уште познат и како „каскади на банкротство“, беше темелно проучен од страна на Allen and Gale (2000) и подоцна, Greenwald and Stiglitz (2003). На крајот, ефектот од првиот шок може да го поттикне т.н. финансиски акцелератор, односно крајните последици да бидат значително поголеми.

Во моделот на Stiglitz (2010) се претпоставува дека производството (аутпутот) во земјата је функција од некоја случајна варијабла, S_i , како на пример фондот на расположлив физички капитал. Производството е линеарно поврзано со S , односно зголемувањето на странскиот капитал автоматски се пресликува и во пораст на производството, под услов S да е поголем од некоја критична вредност или праг (S^*). Имено, кога $S \leq S^*$, тогаш се случува системски крах и загуба ($-C$) за општеството. Понатаму, се претпоставува дека $S_i = -\alpha_1$ со определена веројатност p , додека α_2 има веројатност $1 - p$, така што $p \alpha_1 = (1 - p) \alpha_2$. Заради поедноставување, се претпоставува дека $S^* = 0$, $C < \alpha_1$ и $\alpha_2 < \alpha_1$, односно дека $p < 0,5$, така што постои мала веројатност од криза. Пред либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања, очекуваниот аутпут е: $-pC + (1 - p) \alpha_2 = p(\alpha_1 - C)$. Кога во моделот ќе се воведат повеќе земји, но заради едноставноста на презентацијата тие се две, при целосна либерализација на капиталните трансакции: $\Pr(\sum S_i \leq 0) = 1 - (1 - p)^2$. Тоа значи дека и двете земји влегуваат во финансиска криза, доколку кај едната од нив се случи неповолен исход. Очекуваниот аутпут во тој случај е $(1 - p)^2 \alpha_2 - C(1 - (1 - p)^2) < -pC + (1 - p) \alpha_2$. Според Stiglitz (2010), доколку има N земји, тогаш постои некоја критична вредност p^* и ризик од банкротство (K) за секоја од нив, така што кога $p \leq p^*(N, K)$, тогаш либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања не е посакувана.

Сумарниот заклучок на моделот е дека постојат многу заеднички макроекономски шокови, кои ја зголемуваат поврзаноста меѓу националните економии. При зголемена синхронизација на економските циклуси (на пример, истовремена рецесија во повеќе земји), придобивките од

диверзификацијата на ризиците во меѓународни рамки се намалени, а ризикот од брзо пренесување на ризиците се зголемува. Финансиската либерализација дава поволни ефекти, но само до определено ниво, кое зависи од спецификите на земјата и пазарните несовершености.

3.8. Моделите на развојните економисти и структуралистите

Покрај неговите следбеници, Џон Мајнард Кејнс инспирираше и плејада развојни економисти (developmentalists) и структуралисти (structuralists). Нивните модели не се формализирани ниту оддалеку во онаа мера, која ги одликува моделите од неокласичната економска теорија, но затоа пак, нагласуваат значајни аспекти и отвораат суштински прашања.

Раниот претставник на развојната економија, Артур Луис, првиот афроамерикански нобеловец по економија, укажа дека контролите на капиталот се неопходни за да го спречат одлевањето на профитите на домашните компании во странство. Според него, развојот на економијата првенствено зависи од реинвестирањето на профитот во индустрискиот сектор, кој потоа ќе повлече пораст на платите и ќе привлече повеќе работници од земјоделскиот сектор (Lewis 1954). Во тој дух се и истражувањата на Пол Розенштајн-Родан (Paul Rosenstein-Rodan) и неговиот економски модел за силно поттурнување на индустријализацијата во Источна и Југоисточна Европа (Big Push Model). Аргентинскиот економист и структуралист, Раул Пребиш (Raul Prebisch), заедно со Ханс Сингер (Hans Wolfgang Singer) ја лансираа „тезата на Сингер и Пребиш“ дека постои долгорочна тенденција на стагнација на цените на земјоделските производи, кои првенствено ги извезуваат земјите во развој, во однос на цените на индустриските добра, кои првенствено ги извезуваат развиените пазарни стопанства. Намалувањето на овој расчекор тие го гледаат во супституција на увозот и строги контроли на меѓународните текови на капиталот. Истите заклучоци се среќаваат и во делата на шведскиот економист и претставник на институционалната економија, Гунар Мирдал (Gunnar Myrdal) и во учењето за нерамнотежен растеж на Алберт Ото Хиршман (Albert Otto Hirschman).

Влијателни идеи се содржани и во делата на прочуениот естонски структуралист, Рагнар Нурксе (Nurkse 1961). Во неговата теорија за балансиран раст, тој нагласува дека финансирањето преку странски капитал е стратегија, која се користела во XIX век и чиј успех бил забележан само во САД. Како и повеќето структуралисти и развојни економисти, и тој се залага за контроли на странскиот капитал. Според него, ограничувањата и контролите на меѓународниот капитал можат да ја зголемат независноста на монетарната политика, да ја сменат структурата на тековите на капиталот и да ги намалат притисоците за апрецијација на реалниот девизен курс.

Matsuyama (2004) прави напори да ги приближи ставовите на неокласичните економисти и структуралистите, на тој начин што ги вградува несовршеностите на кредитниот пазар во формален модел со преклопувачки генерации (overlapping generations model). Тој заклучува дека финансиската глобализација влијае врз создавањето сè поголеми асиметрии во богатството на нациите. Авторот заклучува декаопонентите на финансиската глобализација се делумно во право, бидејќи:

„глобализацијата на финансиските пазари (трговијата со финансиска актива) ја прави асиметријата многу поверојатна, додека глобализацијата преку пазарите на факторите на производство (како што се странските директни инвестиции и другите форми на стекнување физички капитал) ја прави асиметријата помалку веројатна“ (Matsuyama, 2004, стр. 857).

Во основа, преку формализиран моделтој нуди докази дека структуралистите се во право кога говорат дека непреченото движење на капиталот во меѓународни рамки само ги продлабочува разликите во богатството на нациите, така што богатите нации стануваат побогати, а сиромашните нации уште посиромашни.

3.9. Посткејнзијанскиот придонес на Хајман Мински

Изминативе години особено актуелни станаа истражувањата надогогаш релативно непознатиот посткејнзијански економист, Хајман Мински (Hyman Minsky). Неговата хипотеза за финансиска ранливост (financial fragility hypothesis) беше игнорирана од страна на научните кругови, сè до избивањето на светската финансиска криза.

Во основа, таа претставува обид да се интегрираат Кејнзовите погледи за инвестициската одлука како детерминанга на производството и вработеноста и ставовите на Јозеф Шумпетер, неговиот ментор на Универзитетот Харвард, за инвестициската одлука како детерминанга на иновациите и економскиот раст. Според него, наизменичното менување на цврстината и крвкоста на финансиските пазари ги генерираат бизнис-циклусите. Освен тоа, тој потенцира дека најголемите и најдолготрајните рецесии и депресии се појавуваат по периодите на долг и релативно стабилен економски напредок.

Мински нагласува дека развојот на капиталистичката економија е придружен со размена на „сегашни пари“ за „идни пари“ (Minsky 1992). Со „сегашните пари“ се плаќаат ресурсите, кои се вградуваат при реализација на инвестицијата, додека идните пари се профитите, кои ќе им припаднат на компаниите, што инвестирале во капиталните средства. Оттука, современото богатство се состои не само од реален (физички) имот, туку и од монетарни (финансиски) побарувања на имотот. Сегашните пари можат да дојдат од два извора: сопствените готовински

средства на компаниите или пак, средства на други финансиски институции или компании, на пример, преку позајмување од банкарскиот сектор. Односот меѓу двете компоненти е клучен за здравјето на финансискиот и воопшто, економскиот систем.

Во неговата хипотеза за финансиска нестабилност се разликуваат три вида на финансирање. Првиот и воедно најбезбеден вид е хец-финансирање, кој се јавува кога фирмите се потпираат исклучиво на сопствената готовина за отплата на нивните долгови. Ваквиот начин евозможен доколку фирмите имаат релативно ниско ниво на задолженост и стабилни профити. Вториот вид финансирање е т.н. шпекулативно финансирање, кој е поризичен вид. Тоа може да се карактеризира како состојба во која корпоративниот сектор ја користи сопствената готовина за отплата на каматите, но е принуден да го репрограмира долгот за да може навремено да ја отплаќа главницата на земените кредити. Шпекулативното финансирање на корпоративниот сектор е возможно доколку продолжува економската експанзија, но сепак, и најмала рецесија може да предизвика сериозни проблеми поради високиот финансиски лост или левериџ. Третиот вид на финансирање, според Мински, е т.н. Понзи шема.¹⁵ Таа е најризичен вид, бидејќи нето готовинските приливи на фирмите не се доволни да ги покријат ниту обврските за главницата од земените кредити, ниту пак обврските за каматите. Фирмите влегуваат во маѓепсан круг, надевајќи се дека цената на капиталното средство ќе порасне толку многу, што тие на крајот, сепак ќе успеат да ги сервисираат сите финансиски обврски.

Сосема очекувано, економиите во кои доминира хец-финансирањето се сметаат за најстабилни економии. Проблемите настануваат кога се зголемува учеството на фирмите или трансакциите кои имаат шпекулативно или Понзи финансирање, бидејќи тоа енормно ја зголемува ранливоста на целиот финансиски систем. Доколку се случи некој непредвиден шок, како на пример, непредвидено затегнување на монетарната политика или ненадејно запирање на нето-приливите на странски капитал во националната економија, тогаш најзадолжените фирми се доведени на работ на пропаста. Тие стануваат поризични, нивната актива станува помалку вредна, доцнат со отплата на обврските кон доставувачите и другите достасани обврски и оперираат близу до стечај. За жал, повеќето фирми сметаат дека експанзијата оваа година ќе продолжи и следната и се задолжуваат сè повеќе. Вината на банките е што во фазите на економски просперитет невнимателно ја оценуваат кредитната способност на фирмите, придонесувајќи за прекумерен

¹⁵ „Понзи шемата“ е наречена според италијанскиот трговец во Бостон, Карло Понзи, кој во 20-тите години на минатиот век ги плаќал обврските кон првите депоненти (инвеститори) со влоговите на следните депоненти (инвеститори). По истиот принцип работела и некои „пирамидални штедилници“ во Република Македонија во текот на деведесетите години на XX век, но таквата Понзи шема беше разоткриена, за жал, со големи последици за македонските штедачи.

кредитен раст. Во такви моменти, заклучува Мински, економската стабилност веќе го посеала семето на нестабилноста:

„Капиталистичката економија е инхерентно дефектна, бидејќи нејзините инвестиции и финансиски процеси воведуваат ендогени дестабилизирачки сили. Пазарите на капиталистичката економија не се добро подготвени да се приспособат на специјализираните, долговечни и скапи капитални средства... Активностите на Вол Стрит и инпутите на банкарите во производството и инвестициите не се интегрирани во неа, туку се додадени врз основната теорија ориентирана кон алокацијата (на ресурсите, н. з.).“ (Minsky 2008 [1986], стр. 320).

Minsky (1992) нагласува дека во периодите на продолжена економска експанзија и оптимизам за економските изгледи, финансиските институции инвестираат повеќе во поризични средства. Тоа го прави целиот економски систем многу поранлив, особено ако се материјализираат поголем дел од ризиците. Во услови на финансиска отвореност односно отсуство на контроли на капиталот, економската експанзија привлекува странски капитал, кој е во потрага по повисоки приноси. Во повеќето случаи, приливите на странски капитал поттикнуваат шпекулативни финансиски потфати и апрецијација на девизниот курс на домашната валута. Со оглед дека настапува период на финансиска ранливост и нестабилност, дури и најмала паника и колевливост доведуваат до т.н. „Мински момент“. Тоа е момент кога економијата доживува слободен пад и сериозен крах.

Главниот посткејнзијански придонес на Хајман Мински е во критиката на неокласичното економско учење, особено на Роберт Лукас и на хипотезата за ефикасни пазари на Еуген Фама. Освен тоа, Мински ја потенцира потребата од препрочитување на Кејнзовите идеи за значењето на финансиските пазари и секако, на меѓународните текови на капитал.

3.10. Критички осврт на теоретската литература

Светската економска криза во 2007 и 2008 година придонесе за конвергенција наставовите на академските економисти околу користите и ризиците од финансиската глобализација и посебно, ефектите од меѓународните текови на капиталот.

Во однос на вкупните нето-текови на странски капитал, развојните економисти и структуралистите сметаат дека тие носат повеќе ризици, отколку користи за националната економија. Поради тоа, контролите на капиталот и силната финансиска регулација се неопходен услов за економски напредок, особено на земјите во развој и земјите во подем. Главниот недостаток на нивните ставови е недоволно силната аргументација, барем во поглед на понудата на формализирани економски модели, кои би ги поткрепиле нивните тврдења. Ваквата критика не

би можела да им се упати на неокејнзијанските економисти, кои исто така се залагаат за финансиска регулација на тековите на капиталот, но своите ставови ги поткрепуваат со силно развиени формални модели. Во нив се вградени многу пазарни несовершености, од кои особен акцент се става на несовршеностите на кредитниот пазар, асиметричните информации и проблемите во институционалната координација.

Економистите од неокејнзијанската провиниенција нагласуваат дека целосната меѓународна финансиска интеграција не е оптимална и дека вообичаено, приватните субјекти, следејќи ја профитната логика, го поттикнуваат системскиот ризик. Во напредната фаза од финансиските кризи, дестабилизирачките ефекти на меѓународните текови на капитал во оние економии, кои имаат либерализирана финансиска сметка од билансот на плаќања, предизвикуваат сериозни трошоци за благосостојбата на економските агенти.

Речиси по правило, по периодите на силна либерализација на капиталните трансакции, следуваат финансиски кризи, кои ги разлишуваат ортодоксните погледи на неокласичните економисти и новите неокласичари. Поновите студии покажуваат дека претпоставката за алокативна ефикасност на неокласичната економска теорија би била валидна, доколку не би постоеле пазарни несовршености. Од друга страна, реалноста постојано и постојано потсетува дека пазарните несовршености се повеќе правило, отколку исклучок во современите економски системи.

Доколку не постои одреден праг на институционален капацитет и развој на финансискиот систем, либерализацијата на капиталните трансакции носи повеќе негативни страни, одошто користи. Без оглед дали се преточени во неокејнзијански, развојни или структурални модели, идеите на Џон Мајнард Кејнс и натаму се важна идеја водилка во управувањето со тековите на капиталот.

4. ПРЕГЛЕД НА ЕМПИРИСКАТА ЛИТЕРАТУРА ЗА ЕФЕКТИТЕ ОД ФИНАНСИСКАТА ГЛОБАЛИЗАЦИЈА

4.1. Финансиската глобализација и основните макроекономски варијабли

Фактот дека синтагмата „ефекти на странскиот капитал“ во пребарувачките машини на престижните електронски бази на меѓународни списанија е обработена во дури 330.518 рецензирани научни статии заклучно со крајот на ноември 2016 година, доволно сведочи за импозантната големина на научниот предизвик во оваа докторска дисертација. Многу од трудовите обработуваат тесно специјализирана проблематика, негуваат секторски пристап, се однесуваат на ограничен временски период или конкретна земја или група земји. За разлика од другите области каде постојат многу прегледни статии, само мал број автори се одважиле да направат систематизиран преглед на теоретските и емпириските проби во овој домен на меѓународните финансии (на пример, Henry 2007; Ang 2008; Eichengreen, Gullapalli, and Panizza 2011; Gallagher 2014; Moore 2014).

Како и кај многу други макроекономски феномени, директните и индиректните економски ефекти од странскиот капитал зависат од бројни фактори, меѓу кои како поважни би ги издвоиле:

- структурата, односно формите на странски капитал (СДИ, портфолио-инвестиции, банкарски заеми);
- секторската насоченост на нето-приливот на странски капитал;
- степенот на развиеност на домашниот финансиски систем;
- институционалниот развој, владеењето на правото и правната заштита на странските инвеститори;
- контролите на капиталот и воопшто, либерализацијата на капиталната сметка.

Општо замено, прегледот на емпириската литература укажува дека емпириските студии не наоѓаат цврсти позитивни врски меѓу либерализацијата на капиталната сметка и приливот на странски капитал, од една страна, и економскиот раст, од друга страна. Голем број автори ги потврдуваат теоретските предвидувања дека земјите мора да постигнат определен праг на институционален и економски развој, пред да очекуваат користи од либерализацијата на капиталната сметка (Eichengreen, Gullapalli, and Panizza, 2011).

4.1.1. Улогата на контролите на капиталот

Постоењето на контроли на капиталот или според модерната терминологија „мерки за управување со тековите на капиталот“ е честа практика во многу земји. Тие имаат за цел да спречат можни дестабилизирачки ефекти врз девизниот курс, да го ограничат движењето на т.н. „жежок“ капитал („hot money“) или да ја зачуваат автономијата на монетарната политика. На пример, Johnston and Tamirisa (1998) ги анализираат факторите, коишто придонеле за воведување на контроли на капитал во земјите во развој и транзициските економии. Тие доаѓаат до заклучок дека поважни причини за воведување на контролите на капиталот се: платно-билансните потешкотии, слабите системи на домашна финансиска регулација и обидите за зачувување на контрола врз макроекономските политики (на пример, монетарната политика).

Студијата на Van der Laan, Cunha, and Alves (2010) нуди докази дека финансиската либерализација не е силен фактор на економскиот раст и дека земјите мора да имаат построги ограничувања на слободното движење на капиталот.

Користејќи податоци за 74 земји во периодот од 1995 до 2005 година, Binici, Hutchison, and Schindler (2010) доаѓаат до заклучок дека ефективноста на контролите на капитал варира зависно од видот на мерката, формата на капитал (СДИ, странски портфолио-инвестиции или странски банкарски заеми) кон која се насочени, како и нивото на доход, во земјите каде се применуваат. Имено, контролите насочени кон заемите и портфолио-инвестициите успешно влијаат на ограничувањето на одливите на капитал, додека нивниот ефект врз приливите на капитал е незначителен. Дополнително, контролите се значително поефективни кога се воведени во развиените економии отколку во земјите во подем и транзиција, најверојатно како резултат на посилените институционални механизми за нивна примена.

4.1.2. Структурата на странскиот капитал

Финансиската отвореност има индиректно влијание врз националната економија, кое се чувствува преку обемот и структурата на приливите на странскиот капитал. Првиот канал, преку кој се стимулира економскиот раст, е вкупниот нето-прилив на странски капитал, бидејќи тој го зголемува фондот на производствен или финансиски капитал (ефект на квантитет). Современите емпириски студии укажуваат дека не е сеедно дали приливот на странски капитал е во форма на инвестиции или банкарски заеми. Вториот канал, преку кој се поттикнува економскиот раст, е структурата на самиот капитал (СДИ, странски портфолио-инвестиции или банкарски заеми), односно ефектот на квалитет (Leblebicioglu and Madariaga, 2015). Според ова истражување,

структурата на капиталот може да објасни околу 20% од разликите во остварените стапки на економски раст, кои ги имаат земјите со слични приливи на странски капитал.

Davis (2015) го истражува влијанието на должничките текови на капитал („debt-based capital flows“) наспроти сопственичките текови на капитал („equity-based capital flows“), користејќи го т.н. структурен VAR (векторска авторегресија). Според него, должничките форми на странски капитал имаат значајно и краткорочно влијание врз производствениот јаз, инфлацијата, берзанските цени, кредитниот раст и апрецијацијата на девизниот курс. Ваквото влијание не е детектирано кај сопственичките текови на капитал, што секако, не ја исклучува можноста нивните ефекти да се почувствуваат на подолг рок.

Milesi-Ferretti and Tille (2011) ги проучуваат посткризните текови на капитал во светски рамки и заклучуваат дека главниот именител им е хетерогениот карактер. Тековите на странски капитал пораснаа од 7% од светскиот БДП во 1998 година на над 20% од светскиот БДП во 2007 година. Потоа, по колапсот на инвестициската банка Леман Бродерс тие доживеаја огромен пад, кој се разликува од регион до регион. Второ, поради исклучително големата чувствителност на перцепциите за ризик, најголемиот колапс е забележан кај банкарските заеми, како најпогодена форма на странски капитал. Резултатот е поголема преференција на инвеститорите кон домашни финансиски инструменти („home bias“). Освен тоа, најпогодени земји од глобалната криза се оние, кои имале: (а) економска експанзија поттикната од кредитниот раст; (б) низок очекуван економски раст; (в) влошена буџетска позиција и (г) високи меѓународни финансиски обврски, особено во форма на банкарски заеми.

4.1.3. Влијание врз потрошувачката и економскиот циклус

Kose et al. (2003) откриваат докази дека во осумдесетите и деведесетите години на минатиот век, земјите во развој со повисок степен на меѓународна финансиска интеграција се соочиле со поголема варијабилност на потрошувачката. Истовремено, потрошувачката станала помалку варијабилна во развиените економии и земјите во развој со понизок степен на изложеност на меѓународна финансиска интеграција. Авторите заклучуваат дека тоа ја доведува во прашање способноста на инвеститорите преку меѓународните текови на капитал да го диверзифицираат ризикот. Во прочуената статија „Кога врне, тогаш истура: Процикличните текови на капиталот и макроекономските политики“, Kaminsky, Reinhart, and Vegh (2004) ја доразрабатуваат оваа теза и заклучуваат дека капиталните приливи се проциклични во најголем број развиени земји и земји во развој. Дополнително, тие утврдуваат дека периодите со зголемени капитални приливи кон земјите во развој, и особено кон економиите во подем, се совпаѓаат со експанзивни

макроекономски политики, додека капиталните одливи се случуваат најчесто во период на рестриктивни макроекономски политики. Овие наоди укажуваат на улогата на приливите на капитал во усложнување на обидите за имплементација на контрациклични политики во земјите во развој и економиите во подем.

4.1.4. Влијание врз пазарот на недвижности

Sa, Towbin, and Wieladek (2014) нудат емпириски докази дека приливите на капитал во земјите на OECD биле силно и позитивно поврзани со цените на недвижностите, реалниот пораст на кредитите кон приватниот сектор и реалниот пораст на инвестициите во недвижности. Ова особено важело за оние земји, во кои се развиени хипотекарните пазари и во кои била дозволена секјуритизацијата. Користејќи панел сет на податоци за 43 економии, Aizenman and Jinjark (2009) покажуваат дека постои силна позитивна поврзаност помеѓу дефицитот на тековната сметка и зголемувањето на цените на недвижностите. Притоа, капиталните приливи со кои се финансира дефицитот на тековната сметка имаат поголем ефект во економии со поразвиени финансиски пазари, а помал ефект во економии со подобар квалитет на институции.¹⁶

4.1.5. Влијание врз домашниот кредитен пазар и кредитниот раст

Студијата на Magud, Reinhart, and Vesperoni (2014) открива силно влијание на приливот на странски капитал врз растот на кредитите кон приватниот сектор. Според нив, во економиите кои имаат режим на фиксен девизен курс, странскиот капитал придонел кон посилен кредитен раст и поголемо учество на девизните кредити во вкупното кредитирање на стопанството. Студијата опфаќа 25 земји во развој од Европа, Азија и Латинска Америка во периодот од 1993 до 2008 година. Нивниот главен заклучок е дека режимот на девизен курс е извонредно значаен сегмент на политиката на управување со тековите на странски капитал и со домашниот кредитен раст. Како успешни инструменти за контрола на нето-приливите на странскиот капитал, тие ги истакнуваат: повисоката задолжителна резерва за девизните кредити, ликвидносните ограничувања за различните валути, коефициентите долг-доход и заем-вредност, како и повисоките капитални барања за девизните кредити.

Lane and McQuade (2014) ги проучуваат врските меѓу меѓународните текови на капиталот и домашниот кредитен раст во 54 развиени земји и земји во транзиција во Европа и светот во периодот од 1993 до 2008 година, со нагласување на периодот на преткривна експанзија од 2003 до

¹⁶ Aizenman, J. and Y. Jinjark (2009), „Current account patterns and national real estate markets“, *Journal of Urban Economics* 66(2), 75-89.

2008 година. Нивниот заклучок е дека постои исклучително висока поврзаност меѓу приливите на странски капитал и домашниот кредитен раст, но тие не нудат прецизно објаснување на каналите преку кои функционираат објаснувачките фактори. Тие разграничуваат директен канал на влијание, преку банкарските активности на меѓународните банкарски групации, и индиректен канал на влијание, преку бројните фактори кои влијаат на понудата и побарувачката за кредити.

4.1.6. Влијание врз ценовната стабилност

Belke, Schnabl, and Zemanek (2013) ги анализираат ефектите од приливите на странски капитал во новопримените членки на ЕУ и кандидатите за членство. Тие заклучуваат дека постои силно влијание на приливот на странски капитал врз стапката на инфлација во овие земји. Првиот канал на влијание оди преку т.н. ефект Баласа-Семјуелсон. Суштината на овој ефект е дека приливот на странски капитал придонесува за пораст на продуктивноста во секторот на разменливи добра, што пак, им овозможува на производителите да ги зголемат платите на вработените и следствено, цените („productivity-driven inflation“). Вториот канал на влијание оди преку директно зголемување на цените преку порастот на платите, кој не е поврзан со растот на продуктивноста. Така на пример, многу приватизации во Централна, Источна и Југоисточна Европа донесоа значајни приливи на капитал и буџетски резерви, кои овозможија зголемување на платите на вработените во јавниот сектор. Под притисок на повисоките плати во јавниот сектор, дел од компаниите во приватниот сектор го следеа овој пример и ги подигнаа платите со цел да ги задржат квалитетните човечки ресурси. Таквиот механизам предизвика ценовен пораст.

4.1.7. Поврзаноста со режимот на девизниот курс

Покрај студијата на Magud, Reinhart, and Vesperoni (2014), исто така и Farhi and Werning (2014) наоѓаат значајно влијание на режимот на девизен курс. Преку дизајнирањето на неокејнзијански модел за мала и отворена економија, тие заклучуваат дека контролите на капиталот и индиректно, приливот на странски капитал, се важни за режимите на фиксен и флексибилен девизен курс. Оптималните контроли на капитал ги штитат економиите од различни надворешни шокови. Тие препорачуваат приливот на капитал да се управува преку привремено воведен данок на приливите и субвенции за капиталните одливи, а ненадејното запирање („sudden stop“) на странскиот капитал да се управува преку привремени субвенции за приливите на капитал и воведување на данок на одливите на капитал. Во справувањето со ненадејното запирање на приливите на странски капитал, тие сметаат дека е поповолен режимот на флексибилен девизен курс, поради можноста за континуирана и подолготрајна депрецијација.

За разлика од нив, емпириските студии на Rey (2013; 2016) покажуваат дека режимот на девизниот курс нема големо значење за приливите на странскиот капитал. Според неа, приливите и одливите на странскиот капитал најмногу зависат од глобалниот финансиски циклус, степенот на отвореност на финансиската сметка. Во зависност од политиката на централните банки на најмоќните светски економии се создава глобален финансиски циклус, во кој се случува заедничко движење на тековите на капиталот, цената на финансиските инструменти и растот на кредитите. Глобалниот финансиски циклус ги определува општите трендови на приливи и одливи на меѓународен капитал. Странскиот капитал влегува во националните економии, кои се привлечни инвестициски дестинации, без оглед дали имаат флукуирачки или фиксен девизен курс.

4.1.8. Финансиската глобализација и квалитетот на институциите

Alfaro, Kalemli-Ozcan, and Volosovych (2008) ги проучуваат теоретските оправдувања за Лукасовиот парадокс во светски рамки во периодот од 1970 до 2000 година и како најважен фактор го издвојуваат квалитетот на институциите. Како илустрација, резултатите од ова истражување покажуваат дека подобрувањето на квалитетот на институциите од нивото на Перу до нивото на Австралија би резултирало во речиси петкратно зголемување на нето-приливите на меѓународниот капитал по жител. Во овој контакт, наодите од ова истражување сугерираат дека нивото на инвестиции е еден од клучните фактори, преку коишто може да се објасни документираната поврзаност помеѓу институциите и економскиот раст (Acemoglu, Johnson, and Robinson, 2005).

4.2. Емпириски пристапи во мерењето на финансиската отвореност на економиите

Академската литература содржи бројни студии, кои се обидуваат да ја доловат изложеноста на финансиската глобализација или степенот на меѓународна финансиска интеграција. Во зависност од избраната методологија, тие можат да се систематизираат во две пошироки групи:

- Правни пристапи, кои се темелат на проценка на ригорозноста на контролите (правните ограничувања на капиталот) и
- Квантитативни пристапи, кои се базираат на проценка на фактичката меѓународна финансиска интеграција на земјата. Оваа група се состои од три подгрупи:

- количествено-базирани пристапи, кои се темелат на збирна проценка на фондот на странски капитал во земјата и фондот на домашен капитал во странство;
- ценовно-базирани пристапи, кои ги проценуваат ценовните разлики на идентични хартии од вредност, со кои се тргува на одделни финансиски пазари, и
- хибридни (или комбинирани) пристапи.

4.2.1. Пристапи базирани на правните ограничувања

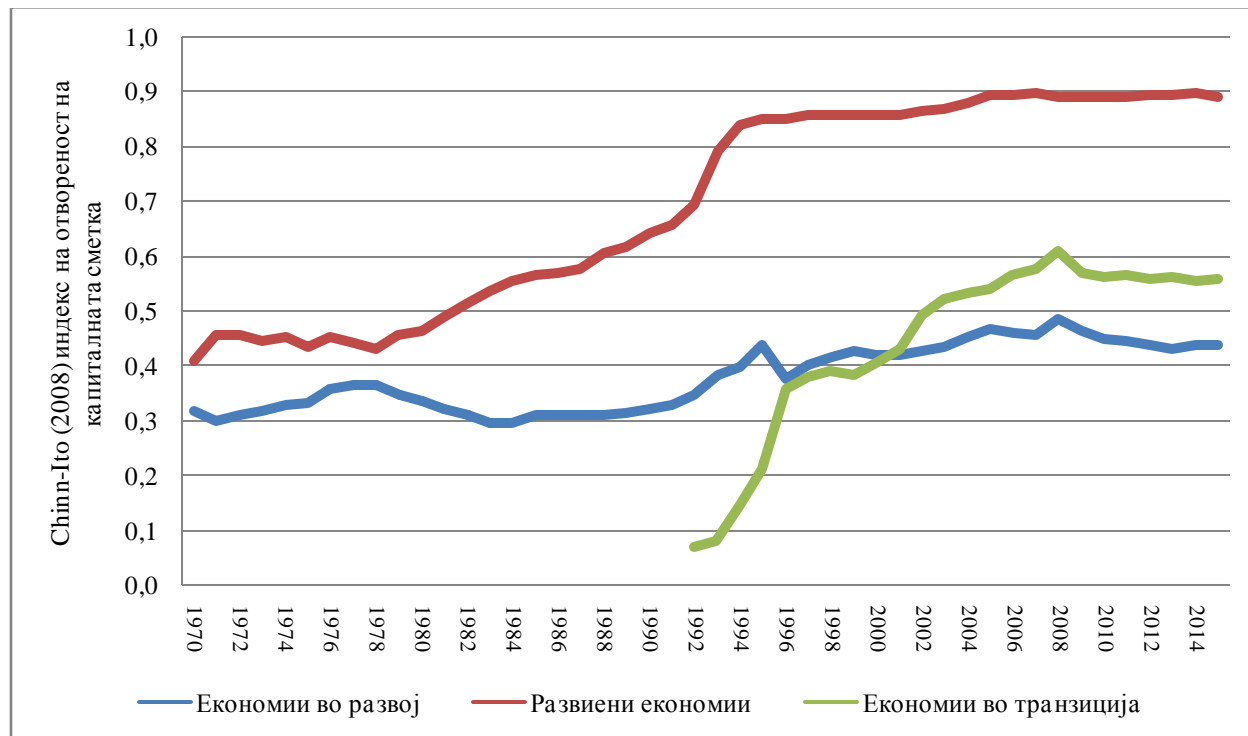
Пристапите базирани на мерење на правните ограничувања, односно контролите на капиталот, уште се познати и како *de jure* пристапи. Тие вообичаено користат информации од Годишниот извештај на ММФ за девизните аранжмани и девизните рестрикции (The IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, AREAER). Дел од студиите ги конвертираат индикаторите од стандардната табела „Сумарни карактеристики на девизните и трговските системи на земјите-членки“ во бинарни 0/1 мерки (Epstein and Schor 1992; Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti 1993; Garrett 1995; Grilli and Milesi-Ferretti 1995; Leblang 1997; Klein 2003; Edison 2004). Генералниот проблем со ваквото бинарно класифицирање на земјите според степенот на употреба на контроли на капиталот е што во иста група се категоризираат и земјите со делумна и висока финансиска отвореност. Тие ниту го доловуваат прецизно интензитетот на контролите на капиталот, ниту даваат информации за ефикасноста во нивното спроведување во практиката. Употребната вредност на годишните извештаи на ММФ за девизните аранжмани и девизните рестрикции значително се зголеми откако во 1997 година беа објавени 13 аналитички индикатори, кои се однесуваат на деталните контроли на капиталот. Следуваше плодна истражувачка работа со многу обиди да се квантифицира степенот на финансиска либерализација во одделни земји (Tamirisa 1999; Tamirisa and Johnston 1998; Miniane 2004; Brune and Guisinger 2006; Abiad and Mody 2005; Murshid and Mody 2011).

Еден од поновите и релативно успешни обиди да се квантифицира степенот на отвореност на капиталната сметка е *KAOPEN* индексот на Мензи Чин и Хиро Ито, кој првпат беше објавен во 2002 година, а потоа редовно ажуриран секоја година заклучно со 2015 година (Chinn and Ito 2002; 2006; 2008). Тој е композитен индекс, изведен преку анализа на главните компоненти на четири варијабли: (1) присуството на повеќе девизни курсеви; (2) ограничувањата на трансакциите на тековната сметка на билансот на плаќања; (3) ограничувањата на трансакциите на капиталната сметка на билансот на плаќања и (4) барањето за задолжителна продажба на девизните приливи остварени од извозот на добра или услуги. Неговата популарност се должи на деталниот пристап

во неговото подготвување, но и на расположливоста на подолга серија податоци за многу земји. Повисоките вредности на индексот покажуваат поголема отвореност на капиталната сметка, при што максимумот е 1, додека минимумот изнесува 0.

Временската анализа на Chinn-Ito (2008) индексот покажува дека развиените пазарни стопанства бележеа речиси континуиран пораст на степенот на финансиска отвореност во изминатите четири децении (Графикон 12). Особено силен беше порастот во првата половина на деведесетите години на минатиот век, сè до избивањето на Азиската финансиска криза (1997-98). Исто така, светската економска криза, која еруптиреше во 2007 и 2008 година, донесе малку поригорозни контроли на движењето на капиталот, порадибудењето на економскиот национализам во некои развиени економии. Исклучок претставуваат САД, Канада и СР Германија (претходно, Западна Германија), кои во текот на целиот период овозможуваа непречено движење на капиталот и постојано ја бележеа највисоката вредност на индексот (Графикон 13).

Графикон 12. Степен на финансиска отвореност на одделни групи економии (1970-2015)

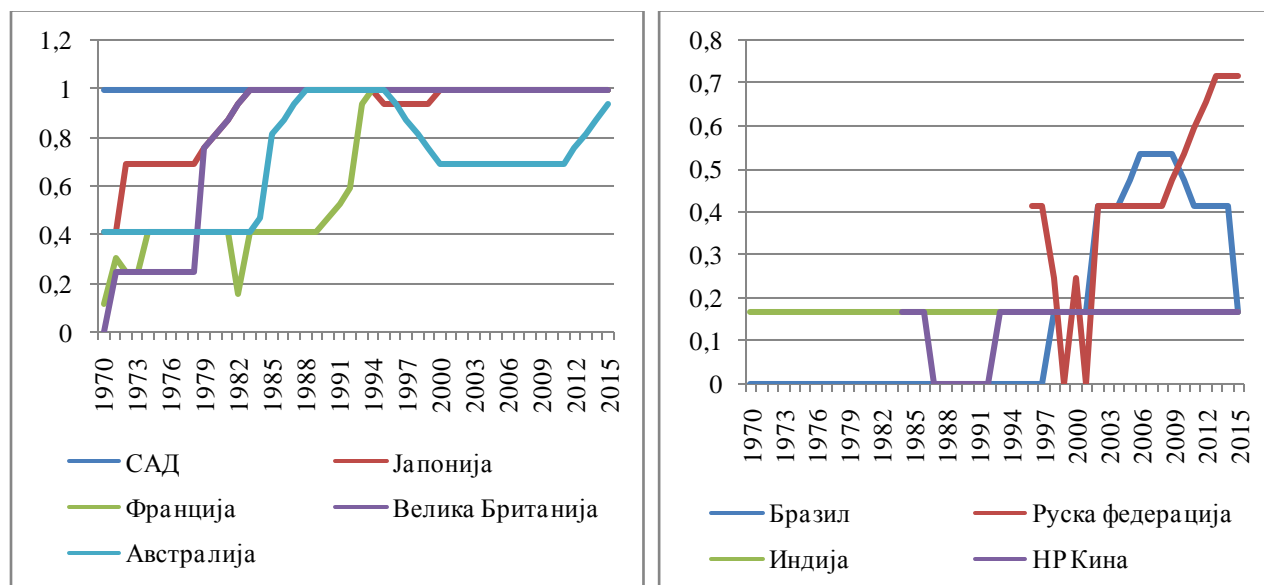


Извор: Пресметки врз основа на податоци од Chinn and Ito (2008) за 122 економии во развој, 31 развиена економија и 27 економии во транзиција од Централна, Источна и Југоисточна Европа и поранешниот Советски Сојуз.

Од друга страна, земјите во развој и пазарите во подем ги намалија напорите за отворање на финансиските пазари во периодот од 1974 до 1984 година, поради должничката криза во латиноамериканските земји. Потоа следуваше долг период на етапна либерализација на капиталните трансакции. Трендот беше само привремено прекинат во 1994 година во екот на кризата на мексиканскиот пезос, за потоа да продолжи нов бран финансиска либерализација, сè до избувнувањето на светската економска и европската должничка криза (Reinhart and Rogoff 2011). Земјите во развој се мошне хетерогена група со различни ставови за либерализацијата на капиталните трансакции. Меѓу нив, индикативни се примерите на големите БРИК економии. Така на пример, Индија и НР Кина имаат внимателен однос кон отворањето на финансиските пазари и ниска вредност на индексот Chinn-Ito (2008) (Графикон 13). За разлика од нив, Бразил и Руската Федерација покажаа поголема подготвеност за експериментирање и поголема храброст во симнувањето на контролите на капиталот, дури и имајќи ги предвид негативните искуства со финансиската криза во Руската Федерација во 1998 година.

Посебна важност има групата на економии во транзиција од Централна, Источна и Југоисточна Европа и поранешниот Советски Сојуз, кои од 1994 година спроведуваа долгорочен тренд на финансиска либерализација, главно, по препорака на меѓународните финансиски институции и во духот на Вашингтонскиот консензус. И во случајот на економиите во транзиција, светската економска криза донесе протекционистички мерки и поригорозни ограничувања на капиталот во периодот по 2008 година.

Графикон 13. Финансиска отвореност на одделни економии (1970-2015 година)



Извор: Ажурирани податоци до 2015 година, Chinn and Ito (2017).

Иако правните ограничувања на меѓународните текови на капиталот даваат определена претстава за степенот на отвореност на финансиската сметка од билансот на плаќања, сепак добар дел од академската заедница и носителите на економската политика сметаат дека подобри индикатори за финансиската глобализација се каматните маргини и *de facto* приливите и одливите на капитал. Овие студии и методолошки пристапи се групирани и претставени во следните две секции, посветени на ценовно базирани пристапи и пристапите базирани на фондот на странски капитал.

4.2.2. Ценовно базирани пристапи

Ценовно базирани пристапи, во основа, го мерат степенот на меѓународна финансиска интеграција на земјата преку пресметка на разликите во цените („cross-market premium“) на исти хартии од вредност, со кои се тргува на различни финансиски пазари (Dooley, Mathieson, and Rojas-Suarez 1997; Gonzalez-Rozada and Levy Yeyati 2008; Quinn and Toyoda 2008; Quinn, Schindler, and Toyoda 2011). Главната претпоставка на овие студии е дека во финансиски интегрираните економии не треба да постојат видливи разлики во цените, според кои се тргуваат идентичните хартии од вредност. Доколку воопшто се појават, тогаш рационалните инвеститори ќе направат ценовна арбитража и брзо ќе ги изедначат цените на финансиските инструменти. За илустрација, студијата на Levy Yeyati, Schmukler, and Van Horen (2009) ги истражува ценовните разлики во дневното тргување на 98 акции во периодот од 1990 до 2004 година, издадени од земјите во подем, а кои се тргуваат и на домашниот пазар на хартии од вредност и на Њујоршката берза. Тие наоѓаат докази за силна меѓународна финансиска интеграција, со оглед дека ценовните разлики брзо се елиминираат. Главниот ограничувачки фактор на студијата е што наодите се однесуваат само на хартиите од вредност издадени од одредени компании, но не можат да се генерализираат за националната економија.

Иако се изградени врз сериозна теоретска подлога, ценовните пристапи наоѓаат ограничена примена во емпириската литература, пред сè, поради недостигот на податоци за многу земји во подолг временски хоризонт и неможноста да се најдат слични финансиски инструменти. Исто така, ценовните разлики можат да се должат на различните премии за ризик, кои не мора да го отсликуваат понискиот степен на меѓународна финансиска интеграција. Конечно, можеби и ликвидноста на домашниот финансиски систем не е во доволно голема мера за да ги елиминира ценовните диспаритети и да го отслика вистинскиот степен на меѓународната финансиска интеграција (Friedrich, Schnabel, and Zettelmeyer 2013). Од тие причини, квантитативните пристапи

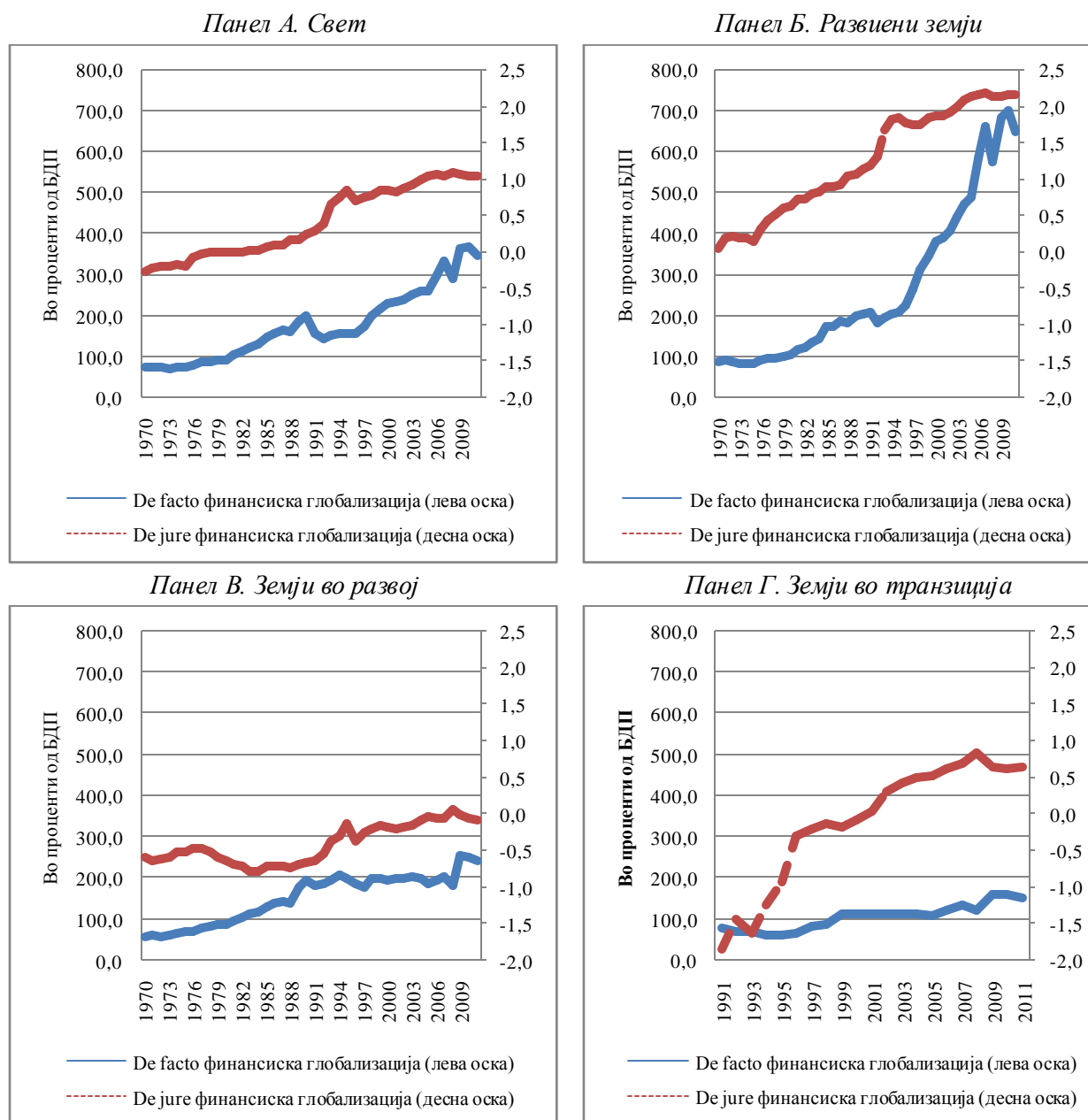
или пристапите базирани на фондот на странски капитал се сметаат за поприфатлива мерка на меѓународната финансиска интеграција.

4.2.3. Пристапи базирани на фондот на капитал

Најголем дел од емпириската литература смета дека de facto (остварените) приливи на меѓународен капитал и одливи на капитал се најсоодветниот индикатор за отвореноста на капиталната сметка (Kose et al. 2009; Lane 2013). Пригоа, најчесто употребуван и цигран индикатор за степенот на меѓународна финансиска интеграција на националните економии е индексот *TOTAL*, дефиниран како збир на меѓународните средства и обврски на националната економија и истовремено, изразен како процент од нејзиниот БДП. Овој показател беше за првпат конструиран во студијата на Lane and Milesi-Ferretti (2001), која содржеше база на податоци за 67 земји за периодот од 1970 до 1998 година. Подоцна, во ревидираната студија на Lane and Milesi-Ferretti (2007) беа опфатени дури 188 земји со последователни, годишни ажурирања на податоците заклучно со 2011 година. Нивната дефиниција на терминот „меѓународни средства“ е збир на акумулираните директни и портфолио-инвестиции во странство, сегашната состојба на одобрените и сè уште ненаплатени кредити кон странство, кумулативниот износ на финансиските деривативи во странство и официјалните девизни резерви (исклучувајќи го монетарното злато). Од друга страна, „меѓународните обврски“ се состојат од кумулативниот износ на странски директни и портфолио-инвестиции во земјата (позиција на директните инвестиции на крајот на одреден период), кумулативниот износ на портфолио-инвестиции во странство, сегашната состојба на добиените, а сè уште невратени кредити од странство и кумулативниот износ на финансиските деривативи купени од странски резиденти. Популарноста на оваа меѓународно споредлива база на податоци е во тоа што фондовите на странскиот капитал се приспособени за промените во вреднувањето, кои произлегуваат од осцилациите на пазарната вредност. Исто така, во ограничена употреба се и проценките на Комисијата за трговија и развој на Обединетите нации (UNCTAD) за фондот на странски капитал во домашната економија, а кои датираат од 1980 година наваму.

На Графиконот 14 е пресметан степенот на финансиска глобализација во светски рамки (непондериран просек), и одделно за развиените земји, земјите во развој и земјите во транзиција. »*TOTAL*« индикаторот на de facto меѓународната финансиска интеграција на земјите покажува растечки тренд во изминатите четири децении, со пресвртни точки во периодите на финансиските кризи. Особено силен удар врз финансиската глобализација имаше последната светска економска криза, која ги погоди сите категории економии.

Графикон 14. De facto и de jure финансиска глобализација во светот, 1970-2011* година

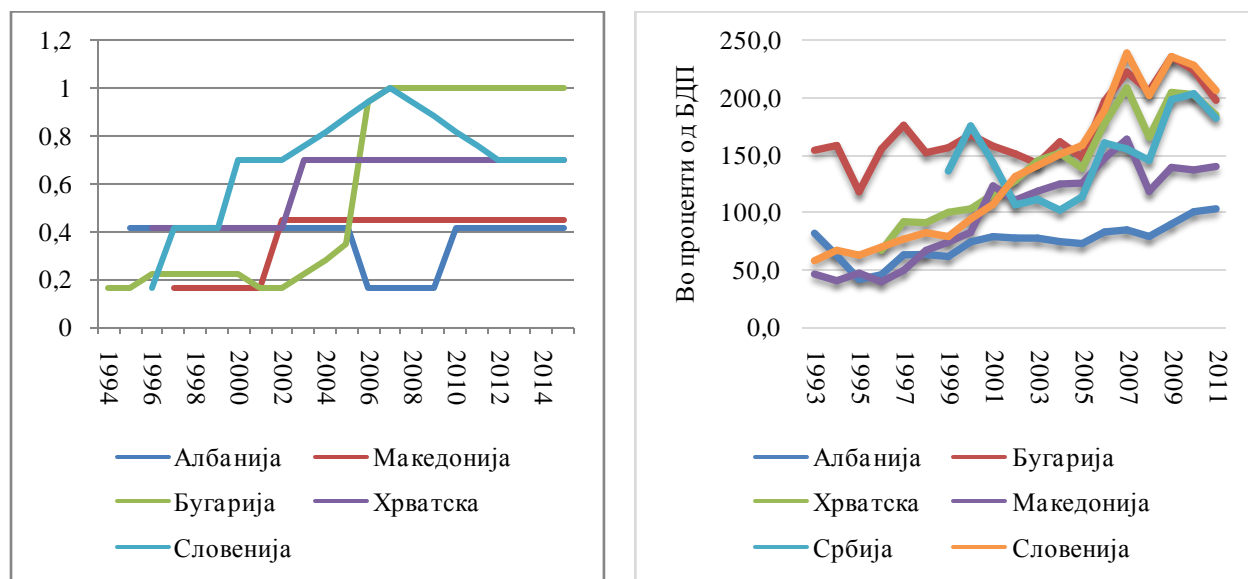


Забелешка: * Овие податоци веќе не се изработуваат по 2011 година. Според податоци од Lane and Milesi-Ferretti (2007), ажурирани до 2011 година и Chinn and Ito (2009), ажурирани до 2011 година.

На крајот, Графиконот 15 нуди компаративен преглед на степенот на финансиска глобализација на одбрани земји од Југоисточна Европа, дефиниран како збир на меѓународните средства и обврски на националната економија (изразен во проценти од БДП). Според de facto индикаторите, Република Словенија и Република Бугарија сенајсилно изложени на финансиската глобализација, а Република Албанија најмалку. Иако Република Македонија е сè уште недоволно

финансиски отворена во споредба со напредните транзициски економии, сепак евидентен е големиот скок на индикаторот за меѓународната финансиска интеграција од 40,8% во 1993 година на 140,8% од БДП во 2011 година.

Графикон15. Индикатори за степенот на финансиска отвореност на земјите од Југоисточна Европа (1993-2015 година, во проценти од БДП)



Извор: Според податоци од Lane and Milesi-Ferretti (2007) и Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2006). "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, No. 1, Pages 163-192 (October).

4.2.4. Хибридни пристапи

Прочуената емпириска загатка на Фелдстајн и Хориока (Feldstein and Horioka 1980) е уште еден од начините да се процени изложеноста кон финансиската глобализација. Двајцата познати економисти нагласуваат дека во услови на финансиска автархија, штедењето мора да биде еднакво на инвестициите. Како што се отвора економијата кон глобалните пазари на капитал, доаѓа до расчекор меѓу штедењето и инвестициите, при што извозниците на капитал имаат поголемо штедење од инвестициите, а увозниците на капитал имаат штедење, кое е пониско од инвестициите. Според тоа, понискиот коефициент на корелација меѓу националното бруто-тедење и домашните бруто-инвестицииби требало да укажува на висок степен на финансиска глобализација, а повисокиот коефициент на финансиски позатворена економија. Парадоксот на Фелдстајн и Хориока е во откривањето на емпириската регуларност дека дури и финансиски отворените економии имаат висок степен на корелација на штедењето и инвестициите.

4.3. Еволуција на односот на Меѓународниот монетарен фонд кон либерализацијата на капиталните трансакции

Во најголем дел од XX век доминантната доктрина во макроекономијата беше дека е потребна регулација на меѓународните текови на капиталот. Една од причините беше дека слободното движење на капиталот во меѓународни рамки е едноставно некомпатибилно со одржувањето на режимот на фиксен девизен курс и водењето независна монетарна политика. Освен тоа, плејада развојни економисти потенцираа дека контролите на капиталот се неопходни за финансиска стабилност, но и за поголемо потпирање на домашното штедење при финансирањето на инвестициските проекти (Gallagher 2014).

Токму во тој дух е осмислен и првично донесениот Статут на ММФ, во кој провејувал ставот дека контролите на капиталот се неопходни за макроекономската стабилност на земјите-членки. Силно влијание врз ваквиот став на Фондот кон либерализацијата имал токму Џон Мајнард Кејнс, кој постојано нагласувал дека идеите, знаењето, науката, гостопримството и туризмот се по природа меѓународни, но затоа, финансиите мора да се остават да бидат национални (Prasad, Rajan, and Subramanian 2007).

Мандатот на ММФ во врска со прекуграничните текови на капитал е значително поограничен во однос на мандатот, кој Статутот¹⁷ на ММФ го определува во врска со трансакциите на тековната сметка. Всушност, во духот на доминантните размислувања и анализи во периодот на усвојување на Бретонвудскиот систем, Статутот на ММФ предвидува дека секоја земјачленка го задржува правото, да користи контроли, кои се неопходни за регулирање на меѓународните движења на капитал“ (чл. VI, дел 3 од Статутот)¹⁸.

За разлика од контролата на капиталните трансакции, Статутот експлицитно ги обврзува сите земјичленки да се воздржуваат од воведување рестрикции на плаќањата и трансферите поврзани со трансакции од тековната сметка доколку не добијат согласност за такви рестрикции од страна на ММФ (чл. VIII, дел 2(a)). Дијаметралната разлика помеѓу позициите за двата вида трансакции речиси во целост го отсликува историскиот контекст во времето на формирањето на ММФ. Тоа е период кога е неопходна поддршка за растот на меѓународната трговија преку либерализација на тековните трансакции и е потребна регулација на спекулативните движења на капитал, за кои многу економисти во тој период сметале дека биле една од основните причини за нестабилноста на финансискиот систем помеѓу двете светски војни. Истовремено, ваквото

¹⁷Articles of Agreement of the International Monetary Fund, April 2016.<https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/>

¹⁸IMF .2010. “The Fund’s Role Regarding Cross-Border Capital Flows”, IMF Policy Paper, November 2010, Washington, D.C.

решение ја отсликува тогашната геополитичка и економска констелација, бидејќи речиси сите земји заинтересирани за членство имале разгранети контроли на движењето на капиталот.¹⁹

Практично до распаѓањето на Бретонвудскиот систем на фиксни девизни курсеви, доктрината на Фондот била дека симнувањето на бариерите за движењето на меѓународниот капитал не е компатибилно со напорите за стабилен девизен систем и либерализиран трговски систем. Напуштањето на системот на фиксни девизни курсеви, како и процесот на забрзана либерализација на капиталните текови помеѓу развиените економии во текот на седумдесетите години од минатиот век, се рефлектирале и преку промени во Статутот на ММФ.

Во втората измена на Статутот од 1978 година експлицитно се потенцира дека:

“[...] суштинска цел на меѓународниот монетарен систем е да обезбеди соодветна рамка, која ќе ја олесни размената на добра, услуги и капитал помеѓу земјите“ (чл. IV).

Со оваа промена е извршено делумно ограничување на првичното право на земјите-членки да користат контроли за регулирање на тековите на капитал. Имено, таквите мерки сè уште можеле да бидат користени, но само доколку нивната примена не води кон нарушување на принципите на меѓународниот монетарен систем, или преку нивно користење во обиди за манипулирање на девизните курсеви.

Ова прашање останало апсолвирано до крајот на осумдесетите години на XX век, кога ММФ поттикнат од порастот на приватните текови на капиталот во светски рамки, го промени својот пристап кон финансиската либерализација. Интелектуалната поддршка за намалување на контролите на капиталот, и воопшто, финансиска либерализација беше обезбедена и преку трудовите на Fischer (1998) и Summers (2000) (види повеќе кај Sarangi 2012). Од тие причини, во текот на деведесетите години на минатиот век, ММФ негуваше пофлексибилен пристап кон либерализацијата на капиталните трансакции.

Трендот на понатамошна либерализација на финансиските пазари, како и теоретските и емпириски наоди во врска со користа од намалување на рестрикциите за тековите на капитал во текот на деведесетите години од минатиот век дадоа основа за нова иницијатива за промена на Статутот на ММФ. Имено, фокусот на оваа иницијатива беше насочен кон воедначување на третманот на капиталните текови со постојниот третман на тековните трансакции. Истовремено, беше задржана можноста за воведување контроли во случај на криза и непостоење на соодветна регулаторна рамка. Сепак, искуството со Азиската финансиска криза од 1997 година, финансиската криза во Руската федерација во 1998 година и во Бразил во 1999 година, како и

¹⁹Најголем дел од овие земји исто така одржувале и рестрикции на тековни трансакции, но уверувањето на подготвачите на Статутот било дека се овие рестрикции само привремени.

несогласувањето на бројни земјичленки, значително го намалија ентузијазмот и ја блокираа иницијативата за воведување на оваа реформа.

Во 1997 година во активностите на Фондот за редовно надгледување на економиите е додадена и задачата „да ја следи конвертибилноста на капиталната сметка“ (IMF, 1997). Во последната деценија од минатиот век, доминантното гледиште на Фондот беше дека светот се соочува со поповолни услови од оние при основањето на институцијата и дека земјите ќе имаат корист од намалувањето на контролите на меѓународниот капитал.

Финансиските кризи во деведесетите години на минатиот век брутално потсетија дека ризиците од слободното движење на капиталот можат да бидат огромни. Од тој момент, промовирањето финансиска стабилност стана главен фокус на регулаторната активност на Фондот, а во рамките на тие напори, особено значење имаа националните политики за управување со меѓународните текови на капитал. Од една страна, тековите на меѓународниот капитал се артерии на глобалната економија, но од друга страна, преголемиот проток може да го потхрани растот на ценовните меури на пазарот на недвижности, да ја поттикне апрецијацијата на девизниот курс и да ја зголеми ранливоста на националната економија (види повеќе кај Feibelman 2015).

Како одговор на сè поголемото значење на капиталните приливи, како и мерките кои одделни земји ги преземаа со цел да го намалат нивното влијание врз домашните економии во последниве години, ММФ во 2012 година усвои т.н. „институционален поглед“ на либерализацијата и управувањето со тековите на капитал. Оваа институционална рамка има за цел да послужи како ориентир при давање препораки кон земјите членки во рамките на вообичаениот надзор на макроекономските политики, без притоа да се променат правата и обврските на земјите членки утврдени со Статутот.

Имено, „институционалниот поглед“ сугерира дека придобивките од либерализацијата на капиталните текови се појасни во случаите кога економиите имаат надминато одредени прагови на институционален и финансиски развој. Следствено, соодветното ниво на либерализација зависи од специфичните карактеристики на секоја одделна земја. Употребата на контролите на капитал, или т.н. „мерки за управување со тековите на капитал“ според модерната терминологија, е предвидена во случај на дестабилизирачки текови, кои не можат соодветно да се третираат во дадениот миг преку мерките на монетарната, фискалната и политиката на девизен курс. Притоа, „институционалниот поглед“ наведува дека овие мерки треба да бидат таргетирани, привремени и транспарентни, и не смеат да служат како замена за неопходните макроекономски прилагодувања.

Препораките на ММФ се претежно концентрирани на одливите на капитал во странство и мерките за управување со тековите на капиталот. Во принцип, експертите на Фондот укажуваат дека мерките за управување со тековите на капиталот треба да се применуваат во кризни

ситуации, или пак, во случаите кога се практикувала пребрза и преуранета либерализација на капиталните трансакции. Во нормални околности, се препорачува избегнување на мерките за управување со тековите на капиталот и решавање на одливите на капиталот со макроекономските, финансиските и структурните политики (IMF 2015).

Првата одбранбена линија треба да биде девизниот курс, кој треба да ја има улогата на апсорбирач на шоките. Во таа смисла, економиите кои имаат режим на флексибилен девизен курс се во предност, бидејќи можат да си дозволат определена депрецијација на курсот со цел да се обесхрабат одливите на капиталот. Обемот на интервенциите на девизниот пазар и стерилизациите, преку операциите на отворениот пазар, во голема мера зависат од нивото на адекватност на девизните резерви и наклоноста кон финансиска паника. Тие не смеат да паднат под критичното ниво, кое ја исцртува последната одбранбена линија на макрофинансиската стабилност.

Во економиите кои имаат режим на фиксен девизен курс, интервенциите на девизниот пазар се вообичаен инструмент за одржување на таргетираниот курс. Маневарскиот простор за управување со девизниот курс е стеснет, имајќи предвид дека ретко доаѓа до позначајни промени на фиксниот девизен курс, односно ревалвација или девалвација. Според тоа, товарот на приспособувањето паѓа на макроекономските и структурните политики, кои треба да го имаат приматот пред мерките за управување со тековите на капиталот.

На крајот, многу важен практичен проблем е и да се одреди природата на одливите на капиталот, односно дали станува збор за краткорочен или долгорочен феномен. Во кризни или преткризни моменти, експертите на Фондот укажуваат дека монетарните власти или извршната власт треба да побараат совет во однос на реакцијата.

4.4. Користи и трошоци од оданочувањето на меѓународните финансиски трансакции

Оданочувањето на прекуграничните финансиски трансакции или приливите на капитал од нерезиденти е една од најчестите мерки, кои се користат со цел да се ограничат тековите на капитал. Во основа, ценовно-базираните мерки, како што е оданочувањето на прекуграничните трансакции, се потранспарентни и полесни за администрирање во споредба со мерките базирани на количествата (фондовите). Една од основните предности на ценовно-базираните мерки (како даночните мерки) во однос на мерките насочени кон ограничување на количествата е аналогна на разликата помеѓу царинските стапки и распределбата на квотите во анализите за меѓународната трговија. Додека првите генерираат буџетски приходи, кои можат да се употребат за финансирање на јавната потрошувачка, вторите генерално резултираат во профити, кои најчесто се алоцирани

на нетранспарентен начин²⁰. Од друга страна, слично како и другите мерки за ограничување на капитал, оданочувањето на приливите на капитал резултира во трошоци за економијата, преку намалување на изворите за финансирање достапни на домашните корисници, пониска од оптималната алокација на капиталот во однос на нелимитираната, како и забавување на развојот на домашниот финансиски сектор, особено во земјите во развој. Користа од ваквите мерки зависи од нивната ефективност во спречување на дестабилизирачки, главно краткорочни приливи, додека ефектот врз подолгорочните приливи останува ограничен.²¹ Во одредена мерка, финансиските деривативи даваат можност за заобиколување на ваквиот тип рестрикции преку давањето можност на нерезиденти да поседуваат деривати од основните инструменти, кои се тргуваат надвор од јурисдикцијата во која е воведена даночната мерка.

4.5. Влијанието на странскиот капитал врз економскиот раст и вработеноста

4.5.1. Вкупни приливи на меѓународен капитал

Еден дел од емпириската литература смета дека приливите на меѓународниот капитал носат мали или недоволно значајни ефекти врз економскиот растеж (Rodrik 1998; Rodrik 2000; Edwards 2001; Edison et al. 2002; Prasad and Rajan 2008; Rodrik and Subramanian 2009; Obstfeld 2009; Jeanne et al. 2012). Ваквиот академски став е во груба колизија со она што се случува во практиката, каде е повеќе од очигледна меѓународната борба за привлекување на странски капитал и особено, СДИ.

Втората група економисти смета дека приливите на странскиот капитал не им помагаат на земјитереципиенти (Bhagwati 1998; Tobin 2001; Aizenman 2004). Ова посебно важи за земјите во развој и земјите во транзиција, каде либерализацијата на капиталната сметка досега не донела позначајни ефекти врз економскиот раст (Jeanne et al. 2012; Prasad, Rajan, and Subramanian 2007). Во рамките на оваа група студии, сепак одредени макроекономисти заклучуваат дека либерализацијата на капиталната сметка го поттикнува економскиот раст, но само откако земјите ќе достигнат одреден степен на институционален развој, кој за жал е сè уште недостижна цел за повеќето од нив (Kose et al. 2003; Shen, Lee, and Lee 2010; Jeanne et al. 2012). Покрај тоа, тие нагласуваат дека она што е проблем за земјите во развој и многу земји во транзиција не е толку потребата од странски капитал, колку што е недоволната инвестициска побарувачка.

²⁰IMF (2011), Managing Capital Inflows: What Tools to Use? IMF Staff Discussion Note 11/06, Washington, DC.

²¹Ефективноста на различни мерки за ограничување на капиталните текови со примери од земјите во подем е опфатена во IMF (2011).

Конечно, третата група економисти наоѓаат докази дека нето-приливите на меѓународниот капитал, особено СДИ, имаат силно позитивно влијание врз економскиот раст и во земјите на ОЕЦД и во земјите во развој (Stiglitz and Weiss 1981; De Mello 1999; Hansen and Rand 2006). Carkovic and Levine (2002; 2005) и Ghosh and Weimin Wang (2009), пак, сметаат дека нето-приливите на меѓународниот капитал имаат позитивно влијание врз економската активност, кое сечувствува над определен праг на човечки капитал, квалификации и вештини во националната економија.

Matsuyama (2004) смета дека во услови на ограничена можност за позајмување во странство, финансиската глобализација може да го зголеми доходот на определени земји на штета на осиромашување на остатокот на светот и истовремено, да го забави економскиот раст на земјите со средно ниво на доход. Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001; 2005; 2006) и Henry (2003) доаѓаат до заклучок дека отворањето на пазарот на хартии од вредност кон странство, во просек, ја зголемува стапката на економскиот растеж за 1 до 2 процентни поени годишно во следните пет години. Земјите го предвид нивото на финансиска отвореност на различните земји, Reinhardt, Ricci and Tresses (2013) покажуваат дека емпириските податоци ги потврдуваат предвидувањата на неокласичната теорија: помеѓу финансиски отворените економии оние, кои се помалку развиени, почесто привлекуваат нето-приливи на капитал, додека поразвиените почесто регистрираат нето-одливи. Според овие наоди, парадоксот на Лукас се чини дека е порелевантен за економиите, кои се на пониско ниво на финансиска отвореност.

Elkomy, Ingham, and Read (2016) бараат објаснување за ефектите од СДИ врз економскиот раст на 61 земја во развој и земја во транзиција. Тие не наоѓаат дека е потребен посебен праг на човечки капитал над кој би се чувствувале ефектите од СДИ врз економскиот раст, односно дека позитивните ефекти се чувствуваат без оглед на нивото на расположливиот човечки капитал.

4.5.2. Структура на меѓународниот капитал

Странски директни инвестиции

Durham (2004) ги проучува ефектите на СДИ и сопственичките странски портфолио-инвестиции врз стапките на економскиот раст на 80 земји во периодот од 1979 до 1998 година. Неговиот заклучок е дека не постои директна поврзаност, а ако постои во одредени случаи, таа зависи од апсорптивниот капацитет на земјатараципиент. Под апсорптивен капацитет, тој ги подразбира финансискиот развој и институционалниот капацитет на земјата домаќин.

Студијата на Borensztein, De Gregorio and Lee (1998) е меѓу повлијателните истражувања, кои делумно ги потврдија умерено оптимистичките очекувања од СДИ. Тие ги испитуваат ефектите на СДИ, кои биле направени од индустриските економии кон 69 земји во развој во изминатите две децении. Нивните резултати укажуваат дека СДИ се важен „превозник“ на трансферот на технологија, што има посилен ефект врз економскиот раст од самите домашни бруто-инвестиции. Новина за академските кругови беше заклучокот дека е потребен минимален праг на човечки капитал (знаења и вештини) за да можат да се почувствуваат повољните ефекти на СДИ врз продуктивноста и економскиот раст. Според тоа, главни услови за реализација на повољното влијание на СДИ се апсорптивниот капацитет на економијата, нивото на економска развиеност и фондот на човечкиот капитал. Според Eichengreen (1998; 2001), колку е повисоко нивото на економска развиеност мерено преку доходот по жител, толку е поголемо влијанието на СДИ врз стапката на економскиот раст.

Shen, Lee and Lee (2010) прават разграничување на ефектите на странските директни и странските портфолио-инвестиции, во нивната студија на 80 земји во периодот од 1976 до 2007 година. Нивното емпириско истражување доаѓа до резултат дека СДИ имаат позитивно влијание на економскиот раст, а странските портфолио-инвестиции неповолно, па дури и сериозно негативно влијание. Истиот заклучок го извлекуваат и Akbay and Gur (2008), кои на примерок од 30 земји во развој, наоѓаат позитивно влијание на СДИ врз економскиот раст. СДИ се сметаат за попривлечна форма на меѓународен капитал, поради тоа што не се многу реверзибилни, а поради тоа се и помалку варијабилни и помалку чувствителни на глобалните шокови.

Casey (2014) смета дека не треба да се генерализираат заклучоците за сите земји во развој, бидејќи користите од СДИ ги уживаат само оние земји во развој, кои имаат повисок степен на индустријализација. Посиромашните земји во развој, како повеќето од Африка и делови на Азија, примаат многу мал процент од глобалните СДИ, што не е доволен стимул за забрзување на економската активност.

Од друга страна, Herzer (2012) ги проучува ефектите на СДИ врз 44 земји во развој и заклучува дека постои негативен ефект врз економскиот раст, но со различен интензитет. Дали ќе биде силно или слабо негативен, зависи од степенот на државна интервенција, економските слободи, варијабилноста на тековите на СДИ и извозната зависност од примарни производи.

Странски портфолио-инвестиции

Портфолио-инвестициите можат да имаат повољно влијание врз економскиот раст, преку зголемувањето на ликвидноста на домашниот пазар на капитал и поттикнување на пазарната

ефикасност. Сепак, нивната нестабилност и варијабилност почесто предизвикува негативни макроекономски последици, отколку користи за националната економија. Во една од ретките студии кои наоѓаат поволни ефекти, De Vita and Kyaw (2009) наоѓаат позитивно влијание на странските портфолио-инвестиции врз економската активност.

Студијата на Ostry, Loungani and Furceri (2016), експерти на ММФ, нагласува дека портфолио-инвестициите и особено банкарските и шпекулативните текови на должнички капитал ниту го поттикнале економскиот раст, ниту пак им помогнале на земјите да ги диверзифицираат ризиците. До истите заклучоци доаѓаат и емпириските истражувања на Dell’Ariccia et al. (2008) и Spilimbergo, Prati and Ostry (2009).

4.6. Приливот на странски капитал и појавата на финансиските кризи

Значителен број студии наоѓаат силна поврзаност меѓу либерализацијата на капиталната сметка и веројатноста да се појави финансиска криза. Martin and Rey (2006) укажуваат дека либерализацијата на тековните трансакции или трговската либерализација е помалку поврзана со финансиските кризи, додека либерализацијата на капиталните трансакции ја зголемува веројатноста од појава на финансиските кризи. Фокусирајќи се на европските економии во периодот пред глобалната финансиска криза во 2008 година, Lane and McQuade (2014) изнесуваат наоди дека прекуграничните приливи на должнички капитал се значајно поврзани со забрзаниот раст на домашно кредитирање, еден од клучните фактори кои придонесуваат кон зголемување на веројатноста од финансиска криза. Calderon and Kubota (2012) презентираат наоди дека приливите на капитал се корисен индикатор за детектирање на прекумерен кредитен раст, кој со голема веројатност резултира во кризна ситуација. Емпириската анализа на Caballero (2016) покажува дека приливите на капитал се поврзани со појавата на системски банкарски кризи. Дополнително, веројатноста дека ќе се случи криза се зголемува трикратно во случај приливите на капитал да бидат поврзани со забрзување на домашниот кредитен раст. Наодите од овие и слични емпириски истражувања укажуваат дека поврзаноста помеѓу приливите на капитал и финансиските кризи (банкарска, валутна или двојна) не е резултат на необјективен избор на примерокот на земји, како што аргументираа некои претходни студии (на пример, Kose et al. 2003).

Покрај дебатата во врска со поврзаноста помеѓу вкупните текови на капитал и финансиските кризи, еден дел од литературата се фокусира на разликите во ефектите помеѓу видовите на капитални приливи. Имено, поголемото учество на должничките форми на приливи на капитал споредено со СДИ или недолжничките портфолио-инвестиции ја зголемува

веројатноста за макроекономски нерамнотежи и финансиски кризи (Frankel and Rose, 1996; Ghosh, Ostry and Qureshi, 2016). Анализирајќи ги ефектите од различни видови приливи на капитал за 53 економии во подем во периодот 1980-2013 година, Ghosh and Qureshi (2016) покажуваат дека должничките форми на приливи на капитал се значително повеќе поврзани со макроекономски проблеми, појави на прекумерно кредитирање, финансиска ранливост и појава на кризи отколку приливи по пат на СДИ, како и други недолжнички форми.

Ефектите од меѓународните текови на капиталот во голема мера зависат од варијабилитетот на нето-приливите на меѓународниот капитал. Како што беше посочено во повеќе наврати, тековите на меѓународниот капитал доаѓаат во бранови. Кога брановите се однесуваат на (брuto-) приливите на меѓународниот капитал, тогаш разликуваме две епизоди: (1) напливи (capital surges) и (2) ненадејни запирања (sudden stops). Во основа, тие првенствено зависат од однесувањето на странските резиденти. Напливот на меѓународен капитал е важен не само од академски, туку и од политичко-економски аспект, поради тоа што ја зголемува веројатноста од последователно ненадејно запирање на капиталот и појава на финансиска (валутна или банкарска) криза или двојна криза (и валутна и банкарска криза). Од тие причини, на напливот на меѓународен капитал, по правило, се гледа како на симптом, кој би можел да упатува на финансиска криза.

Иако постојат многу емпириски пристапи во идентификувањето на епизодите на напливи на меѓународен капитал, во согласност со Calvo, Izquierdo and Mejia (2004), напливите на капитал се дефинираат како епизоди, во кои бруто-приливите на меѓународен капитал се поголеми од долгорочниот тренд зголемен за една стандардна девијација (поширока дефиниција) или трендот зголемен за две стандардни девијации (рестриктивна дефиниција).

По истиот принцип, намалувањето на бруто-приливите на меѓународниот капитал под трендот, намален за 1 стандардна девијација (поширока дефиниција) или за 2 стандардни девијации (рестриктивна дефиниција) се смета за епизода на „ненадејно запирање“ на тековите на странски капитал.

Вторите две епизоди, кои првенствено зависат од однесувањето на домашните резиденти, ги нарекуваме епизоди на: (3) бегство на капиталот („capital flight“) и (4) епизоди на намалување на капиталот („capital retrenchment“).

Ненадејното бегство на капиталот се случува кога бруто-одливите на меѓународниот капитал се намалуваат барем за една стандардна девијација (алтернативно: за две стандардни девијации) под нивниот тренд. Епизодите на ненадејно намалување на капиталот се случуваат кога бруто-одливите на меѓународниот капитал се зголемуваат за најмалку една стандардна девијација (алтернативно: за две стандардни девијации) над нивниот тренд.

Cavallo et al. (2015) предлагаат многу поразгранетакласификација (таксономија) со седум вида епизоди на ненадејно запирање, во кои се прави систематизација на однесувањето на нето-тековите на меѓународниот капитал, во зависност од различните комбинации на промени на бруто-приливите и одливите на меѓународен капитал (Графикон 16):

- (1) *ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал (SSION)*: ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал, поради ненадејно запирање на бруто-приливите на капитал и истовремен, ненадеен почеток на бруто-одливи на капиталот;
- (2) *ненадејно запирање на бруто-приливите на капитал (SSI)*: ненадејно запирање на бруто-приливите на капитал, кое не резултира во ненадејно запирање на нето-тековите на капиталот. Тоа значи дека мора да биде придружено со намалување на одливите на капиталот, односно репатријација на капиталот од страна на домашните резиденти;
- (3) *ненадеен почеток на одливи на меѓународен капитал(SSO)*: почеток на одливи на меѓународен капитал, кој не е поврзан со ненадејно запирање на нето-тековите на капиталот, што значи дека е придружен со зголемување на приливите на капитал;

Графикон 16. Венов дијаграм со таксономија на епизодите на ненадејна динамика на тековите на меѓународниот капитал



- (4) умерено намалување на бруто-приливите и умерено зголемување на бруто-одливите на меѓународен капитал (SSN): ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал, кое се должи на умерено намалување на бруто-приливите и умерено зголемување на бруто-одливите на меѓународен капитал;
- (5) ненадејно запирање на бруто-приливите на меѓународниот капитал (SSIN): ненадејно запирање на бруто-приливите на меѓународен капитал, кое истовремено води и кон ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал;
- (6) ненадеен почеток на бруто-одливи на меѓународниот капитал (SSON): ненадеен почеток на бруто-одливи на меѓународниот капитал, кој води кон ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал и
- (7) ненадејно запирање на бруто-приливите на меѓународен капитал и истовремен, ненадеен почеток на бруто-одливи на капиталот (SSIO): ненадејно запирање на бруто-приливите на меѓународен капитал и истовремен, ненадеен почеток на бруто-одливи на капиталот, кои не резултираат во ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал.

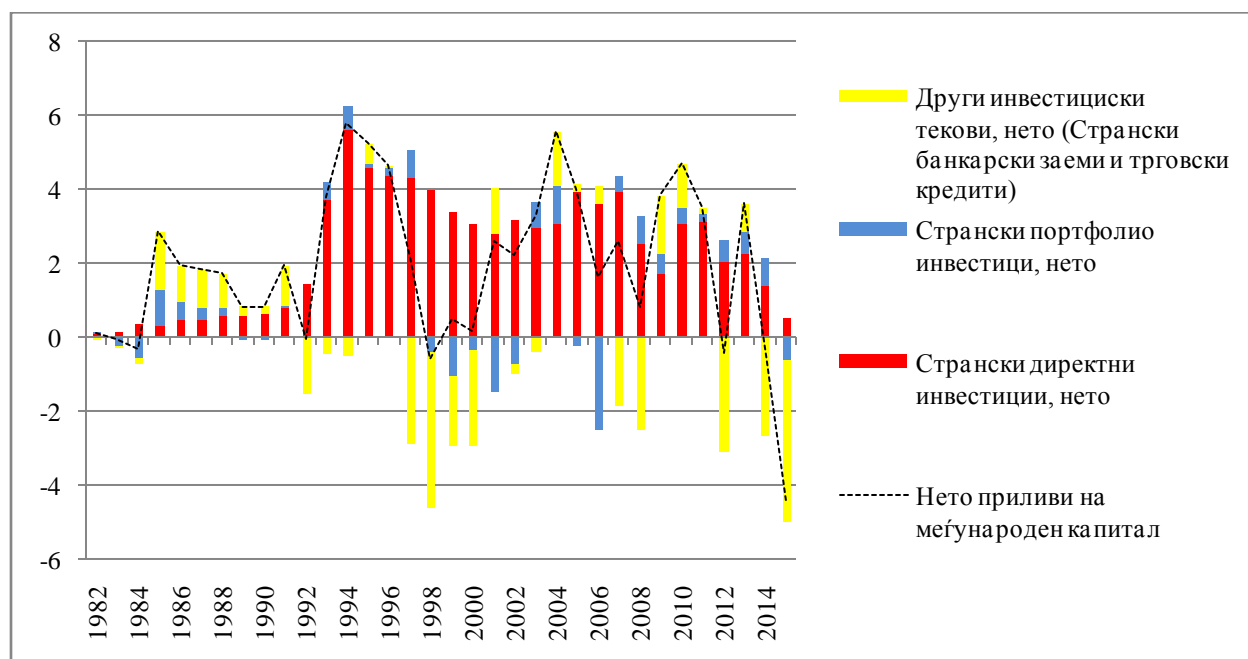
5. КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НА СВЕТСКИТЕ ИСКУСТВА СО ПРИЛИВОТ НА СТРАНСКИ КАПИТАЛ

5.1. Странскиот капитал во Југоисточна Азија: Фактор на растот или фактор на финансиските кризи?

5.1.1. НР Кина

НР Кина е јужноазиски пример за претпазливост во регулацијата на тековите на капитал. Многуге забрани и ограничувања на влезот на одредени текови на капиталот, не ги обесхрабрија странските инвеститори да го препознаат силниот потенцијал на кинеската економија и да инвестираат значајни суми. Подемот на кинеската економија делумно се должи на исклучително поволната структура на приливи на странски капитал, во која доминираат странските директни инвестиции (Графикон 17).

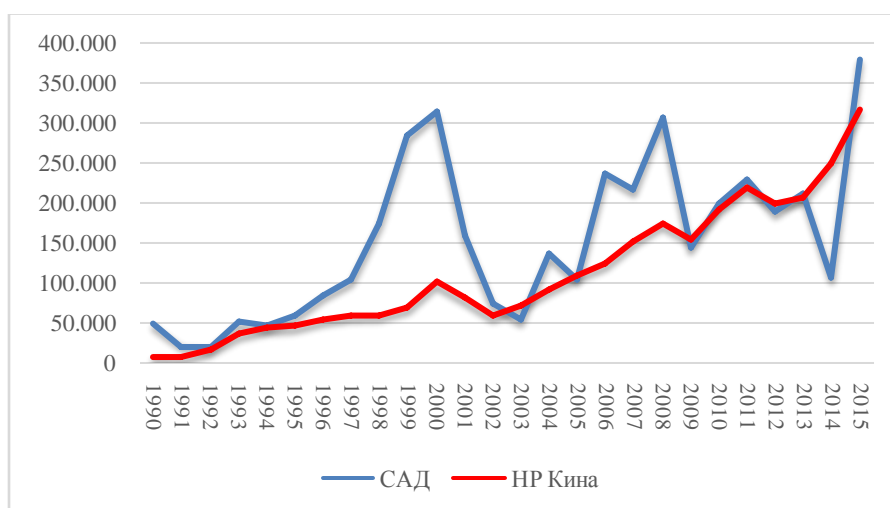
Графикон 17. Структура на нето-приливите на странски капитал во НР Кина, 1982-2015 година



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

До неодамна, НР Кина беше втор најголем увозник на капитал во светот и втор најголем реципиент на странски директни инвестиции, по САД (Графикон18).

Графикон 18. Бруто-приливи на СДИ во НР Кина и САД, 1980-2015 (во милиони американски долари)



Забелешка: Приливот на СДИ во НР Кина ги опфаќа и приливите во административните региони со специјален статус: Макао, Тајван и Хонг Конг. Извор: UNCTAD, ноември 2016 година.

Од 2014 година до денес, како што е прикажано на Графиконот 19, најголемата транзициска економија во светот станува извозник на капитал.

Графикон 19. Показатели за меѓународната финансиска интеграција на НР Кина (1982-2015)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Chinn and Ito (2011), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPIS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Странскиот капитал и економскиот подем на НР Кина

Приливот на странски капитал практично и не постоеше до 1978 година, кога за првпат беше воведена политиката на „отворени врати“ (Gang Xu and Ruifang Wang 2007), иако поправилно би било таа да се окарактеризира како политика на „подотворени врати“. Од осумдесетите години на минатиот век до денес, НР Кина е магнет за СДИ, не само заради огромната апсорпциска моќ на големиот кинески пазар, туку и заради големиот контингент на евтина работна сила и посветеноста на кинеските власти кон пазарните реформи. Со оглед дека во осумдесетите и деведесетите години на минатиот век недостасуваа пазарни институции, кинеските власти експериментираа со отворање на посебни зони во крајбрежните региони и специјални економски зони (индустриски паркови) во кинеската внатрешност. Основната цел беше да се привлечат странски инвеститори, кои се специјализирани за извозно-ориентирано производство, што беше дел од пошироката стратегија на извозно-предводен економски раст или модерен меркантилизам. Оваа стратегија за кратко време даде резултати, од кои најочигледни се: перманентно високиот суфицит во трговската сметка на платниот биланс, невообичаено високите стапки на реален раст на БДП и брзата акумулација на девизни резерви.

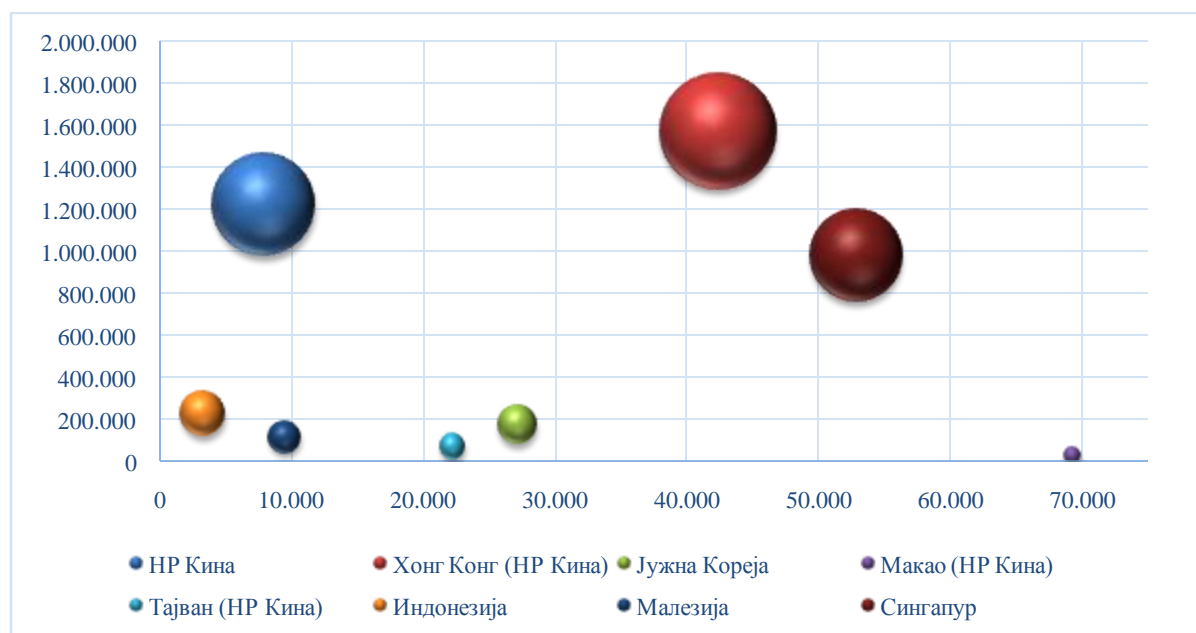
Оттука, кога се зборува за прилив на странски капитал во НР Кина првенствено се мисли на странските директни инвестиции. Во поновата економска историја се забележуваат две важни пресвртни точки во динамиката на СДИ: 1991 и 1999 година. Во 1991 година се случи првата позначајна либерализација на условите за инвестирање во НР Кина, по што следеа високи стапки на раст на СДИ. Подоцна, во 1999 година беше речиси извесно зачленувањето на НР Кина во Светската трговска организација, кое формално се случи во 2001 година. Многу странски инвеститори веќе ги антиципираа исклучително високите стапки на економски раст и високиот очекуван профит, па побрзаа да отворат свои фабрики и подружници во кинеската економија. Успехот на кинеските власти во привлекувањето на СДИ беше дотолку поголем, бидејќи во останатиот дел од светот се забележа генерален пад на приливите на СДИ (Tille 2012).

Дополнителен аргумент дека станува збор за солиден деловен амбиент беше и цврстината на кинеската економија, која излезе без поголеми последици од Азиската финансиска криза во 1997 година. Голем дел од инвестициите во континентална НР Кина („China Mainland“) доаѓаат од Хонг Конг, кој инвеститорите го сметаат за прекуморска Кина („Overseas China“). Инвестициите преку Хонг Конг уште се нарекуваат и транзитни СДИ. Само во 2015 година, транзитните инвестиции сочинуваа 73,4% од вкупните СДИ, додека останатите главни инвеститори во НР Кина беа: Сингапур (5,5%), Тајван (3,5%), Јужна Кореја (3,2%), Јапонија (2,5%), САД (2%), СР

Германија (1,2%) и Република Франција (0,9%). Од аспект на географската дистрибуција, најголем дел од СДИ се концентрирани во крајбрежниот Источен регион (Шангдонг, Циангсу, Гуангдонг, Фуциан) и во Централниот регион (Хенан и Хубеи).

На крајот на 2015 година, во економијата на НР Кина влегоа кумулативно 1,2 трилион американски долари, што претставува 14,6% од вкупниот прилив на СДИ во сите земји во развој и земји во подем (Графикон бр. 20). Ако кон тоа се придодат и административните региони со специјален статус: Хонг Конг, Макао и Тајван, тогаш кинеската економија привлечла 2,9 трилиони американски долари или 34,6% од сите СДИ насочени кон земјите во развој до крајот на 2015 година. Тоа можеби и не е многу ако се има предвид големината на економската велесила од Југоисточна Азија. Стабилниот и речиси константен годишен прилив на СДИ од 3-4% од БДП неминовно генерираше позитивни ефекти врз зголемувањето на капиталните фондови и реалниот пораст на кинескиот БДП.²²

Графикон 20. Состојба (фонд) на странски директни инвестиции (во милиони американски долари) и БДП по жител (во американски долари) на одбрани економии од Југоисточна Азија (2015 година)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund и UNCTAD, октомври 2016 година.

²²СДИ имаат најнизок коефициент на варијација (0,67) во споредба со странските портфолио-инвестиции (10,85) и другите инвестициски текови (-3,67).

Мултинационалните компании кои работат во НР Кина учествуваат со над 50% во вкупниот извоз и увоз на добра, создаваат околу 30% од индустриското производство и ангажираат околу 10% од вработените лица. Според проценките на кинеските власти, просечната стапка на економски раст во периодот од 1980 до 1999 година била 9,7%, а од неа, 2,5 процентни поени биле резултат на позитивното директно и индиректно влијание на СДИ.

Сè поголемото присуство на мултинационалните компании поттикна и многу странски банки да отворат свои филијали или подружници во НР Кина. Првата странска банкарска групација, која влезе во НР Кина уште во 1979 година беше Експорт-Импорт банката на Јапонија. Кинескиот банкарски сектор денес опфаќа 181 странска банка од 45 земји, со 387 локални филијали или подружници, со банкарска актива од 350 милијарди американски долари, но само 2% пазарно учество.

Меѓу најзначајните ефекти од приливот на СДИ во НР Кина секако треба да се истакне фасцинантниот раст на извозот на добра и услуги. Мултинационалните компании не само што го зголемуваат обемот на извозот, туку ја подобруваат и неговата структура со палета на нови и софистицирани производи. Зголемувањето на високотехнолошкиот извоз на добра е само еден од индикаторите дека производите со ознаката „Made in China“ содржат сè поголема додадена вредност. Оттука, статистичките податоци сè повеќе ги побиваат погрешно вкоренетите перцепции дека кинеските фабрики произведуваат претежно производи со ниска технолошка содржина, ангажирајќи слабо платени и неквалификувани работници.

Во голема мера приливот на СДИ ја забрзува и транзицијата на кинеската економија кон пазарната економија. Тие помагаат да се диверзифицира сопственоста и да се воспостават пазарно ориентирани институции и модерна нормативна рамка. СДИ ја зголемуваат конкуренцијата на домашниот пазар и ги поттикнуваат реформите во државните компании (види повеќе кај Zhang 2001). Тоа носи и големи придобивки за кинеските потрошувачи, имајќи ги предвид дотогашните државни монополски и олигополски структури во многу пазарни сегменти.

Кинеските инвестиции во „остатокот од светот“

Со оглед дека последниве неколку години НР Кина прераснува во нето-извозник на капитал, сè поактуелни стануваат истражувањата на одливите на капитал од кинеската економија во форма на СДИ. Yao et al. (2016) ги проучуваат излезните СДИ („outward FDI“) на НР Кина во 172 економии во периодот од 2003 до 2009 година. Тие наоѓаат цврсти докази за постоење на ефект на агломерација (концентрација) во економиите, кои силно се потпираат на високи технологии. Тоа оди и во прилог на тезата дека кинеските компании ги таргетираат успешните, иновативните и

перспективните фирми ширум светот и се обидуваат да влезат во сопственичката структура на истите. Интересен резултат е силната и позитивна корелација меѓу претходните приливи на странски капитал и тековните одливи на капитал од кинеската економија, што укажува на фактот дека земјите кои инвестирале во НР Кина делумно ги поттикнале излезните СДИ назад, кон себе.

Излезните СДИ на кинеските компании се во голема мера помогнати од кинеските државни развојни банки, кои позајмуваат милијарди долари за инвестирање во странство. Конкретно, Кинеската развојна банка и Кинеската експорт-импорт банка беа основани во 1993 година со задача да ги поттикнуваат „националните шампиони да одат глобално“. Според Gallagher and Irwin (2014, стр. 4), кинескиот претседател Јанг Цемин во својот говор во 1998 година ја најавил стратегијата, нагласувајќи дека: „регионите како Африка, Средниот Исток, Централна Азија и Јужна Америка со големи економии во развој, имаат многу големи пазари и обилни ресурси, чии можности мора да се искористат“.

Според други економисти, единствениот мотив е да се избегне прекумерната акумулација на државни обврзници и други хартии од вредност деноминирани во американски долари, кои во годините непосредно по глобалната финансиска криза носеа релативно низок принос.

5.1.2. Индија

Индија е една од финансиски најзатворените економии во светот, речиси на работ на финансиска автархија. Исклучително конзервативниот пристап кон либерализацијата на капиталните трансакции се негуваше со децении (Графикони 21 и 22), сè до почетокот на деведесетите години на XX век, кога настана маларелаксација на генералниот курс. Контролите и на приливот и на одливот на капиталот делуваат како тврдина за заштита од финансиската глобализација и од притисоците за апрецијација на девизниот курс на индиската рупија, но и како инструмент за „зауздвање“ на дефицитот на тековната сметка на билансот на плаќања (Hammond 2013). Од тие причини, не треба да изненадува тоа што состојбата или кумулативниот прилив на СДИ во индиската економија на крајот на 2015 година изнесуваше само 13,5% од нејзиниот БДП.²³

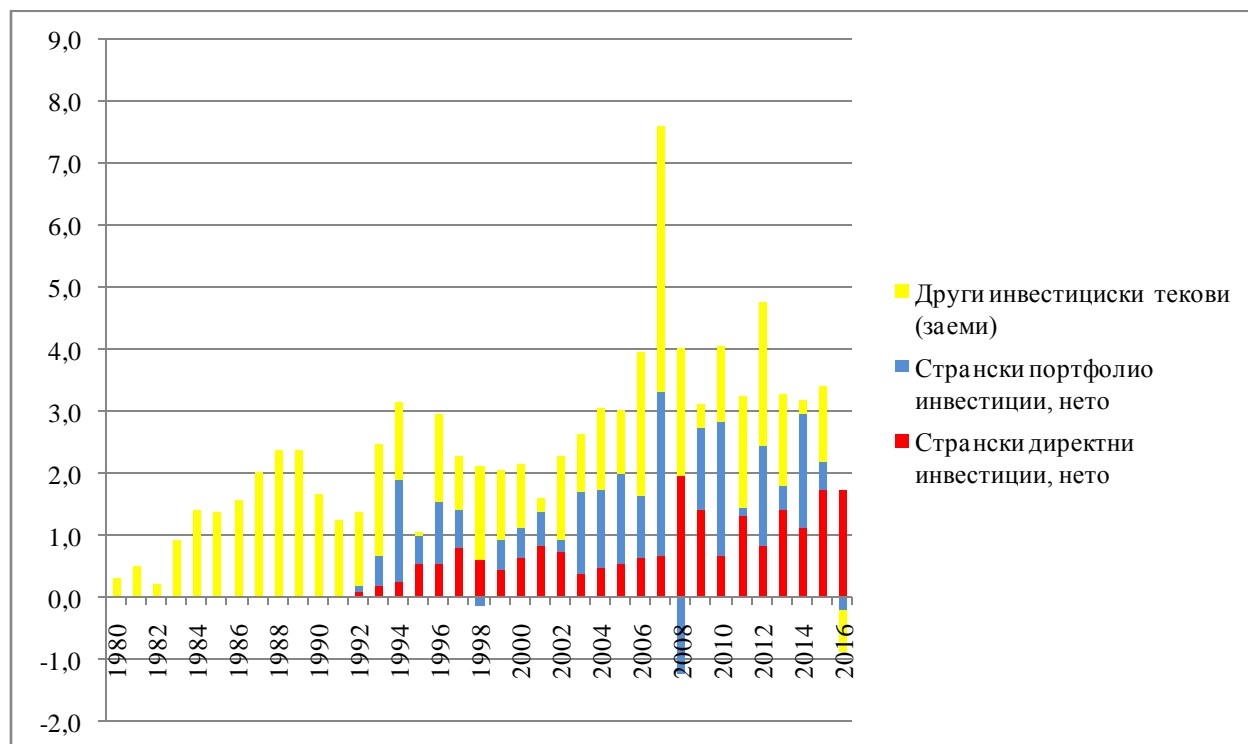
²³Колку за споредба, состојбата или кумулативниот прилив на СДИ во Сингапур на крајот на 2015 година изнесуваше 334,2% од БДП.

Графикон 21. Показатели за меѓународната финансиска интеграција на Индија (1980-2016)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Chinn and Ito (2011), Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2017 година.

Графикон 22. Структура на нето-приливите на странски капитал во Индија, 1980-2016 година



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2017 година.

Се чини дека постои и академска поддршка меѓу индиските економисти за претпазливост однос на Индија кон странскиот капитал. Niranjana (2013) прави истражување на економските ефекти од странските инвестиции во индиската економија и наоѓа мало, позитивно влијание врз некои капитал-интензивни индустрии, а негативно влијание врз другите индустриски гранки. Chandra (1977) заклучува дека не треба да се внимава само на националната корист од СДИ, туку и на секторската корист од нив. Според него, во седумдесетите години на минатиот век во индиската економија дејствувале шеесетина мултинационални компании, кои имале монополска позиција и остварувале високи профити на товар на индиските потрошувачи. Неговиот став е втемелен во принципите на економскиот национализам, бидејќи заклучува дека: „мнозинството странски компании повеќе дејствуваат како сопирачка на развојот на индискиот корпоративен сектор, отколку како поттик за вкупниот економски развој“ (Chandra, 1977, стр. 18).

Позначајните приливи на странски капитал во Индија дојдоа на почетокот на деведесетите години на минатиот век, кога беше направена определена либерализација на капиталните трансакции. Таа беше дел од сеопфатниот пакет економски реформи за структурно приспособување и стабилизација во 1991 година. Овој пакет реформи беше предизвикан од платно-билансната криза во 1991 година, кога беше одлучено да не се напушти политиката на внатрешна економска ориентација (Nair, 2012). Покрај одлуката за поголема изложеност кон глобализацијата, преку либерализацијата на капиталните трансакции се настојуваше да се изврши дисциплинирање на макроекономската политика, односно намалување на високиот буџетски дефицит и високата стапка на инфлација.²⁴

Иако централната банка на Индија наведува дека сегашниот степен на либерализација на капиталните трансакции е највисок од нејзината независност (RBI 2006), сепак бариерите за инвестирање во Индија се и понатаму високи. Прво, странските директни инвеститори мора најнапред да се регистрираат кај Комисијата за хартии од вредност. Второ, тие се соочуваат со определени лимити во сопственичката структура на индиските компании, над кои немаат право да поседуваат повеќе акции или удели. Трето, постојат и автоматски рути за инвестирање во одделни сектори, но до определени прагови или плафони, а инвестирањето над тој лимит е подложно на дополнително одобрување. И покрај контролите на капиталот, обемот на нето-приливите на меѓународниот капитал во Индија се зголеми од 7,1 милијарди американски долари во 1990-91 година на 108 милијарди американски долари во 2007-08 година.

Еден од најуспешните и светски прочуени кластери на СДИ во Индија е софтверскиот кластер во Бангалор, каде е концентрирана над една четвртина од софтверската индустрија во

²⁴ Дисциплинирањето на макроекономската политика беше обработено во секција 3.1, како една од користите од поголемата изложеност кон финансиската глобализација.

Индија. Тој ја ужива поддршката на индиските универзитети, кои обезбедуваат талентирани и високоспецијализирани кадри. Во развојот на кластерот е вклучена и индиската дијаспора, преку многуте повратници, кои доаѓаат со најсовремени знаења од светски престижните универзитети. Од тие причини и се говори дека тешко може да се копира успехот на бангалорскиот кластер.

Примерот на Индија е особено илустративен, бидејќи главниот мотив за либерализација на капиталните трансакции не е толку приливот на странски капитал како дополнување на домашното штедење (Suresh 2013). Напротив, главната цел е да се поттикне развојот на домашниот финансиски систем, да се дисциплинираат макроекономските политики, да се подобри корпоративното управување и да се подигне капацитетот на институциите.

Sahoo and Sethi (2015) ги анализираат релациите меѓу домашните инвестиции, странскиот капитал и економскиот раст во Индија во периодот од 1980 до 2011 година. Тие заклучуваат дека домашните инвестиции се главниот движечки фактор. Во однос на странскиот капитал, во нивната студија се изнесува наодот дека тој недоволно се користи за динамизирање на економската активност. На иста линија е и Bhandari (2010), кој повикува на поголема меѓународна финансиска интеграција и поголем прилив на странски капитал во Индија заради реализација на зацртаните крупни инфраструктурни проекти. Од друга страна, Singh and Muzammil (2010) укажуваат дека нето-приливите на меѓународниот капитал во Индија може лесно да предизвикаат апрецијација на индиската рупија, што би имало неповолни последици врз извозот на добра и БДП. Како и да е, се чини дека мнозинството индиски економисти дава поддршка за поголема финансиска глобализација и искористување на предностите од различните видови на меѓународниот капитал.

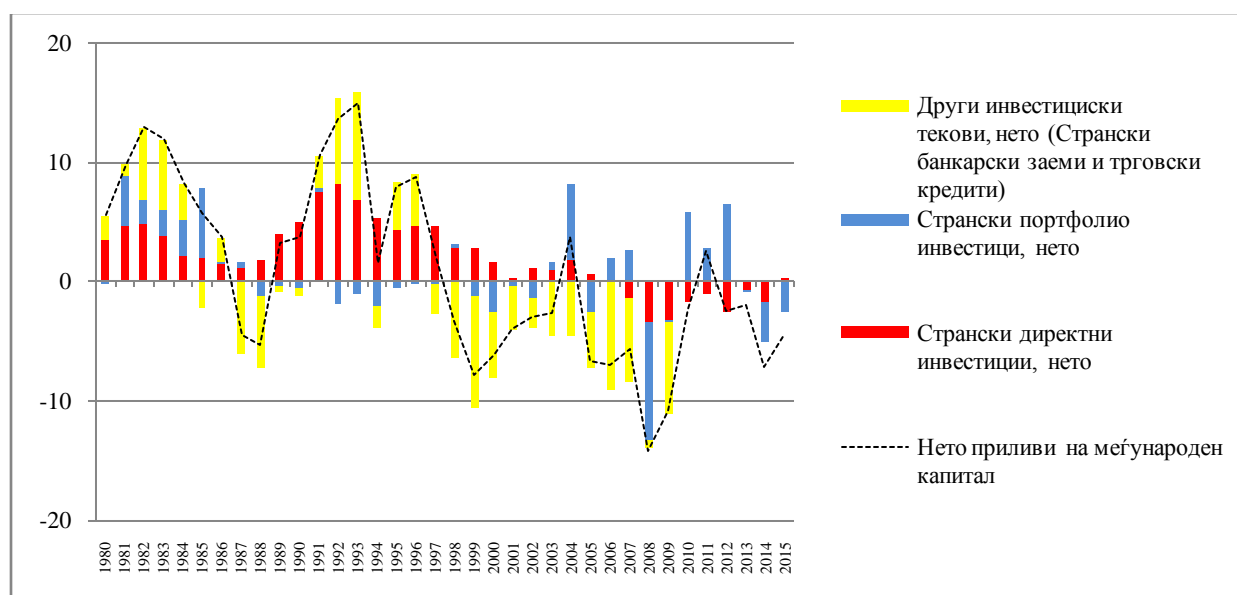
5.1.3. Малезија

Малезија е јужноазиска економија, која беше силно погодена од финансиската криза во 1997 и 1998 година. Кризата се случи дури и во услови на силни контроли на приливот и одливот на краткорочен капитал врз основа на портфолио-инвестиции. Пред Азиската финансиска криза, Малезија уживаше релативно високи стапки на економски раст од над 7%, како и обилен прилив на СДИ во вредност од 7-8% од БДП годишно. Учеството на инвестициите во БДП во преткризините 1996 и 1997 година изнесуваше 41,5% и 43,0% од БДП, респективно, што и денес е неверојатно високо ниво во светски рамки.

Големиот одлив на капитал од малезиската економија се случи во втората половина на 1997 година, како последица на регионалната финансиска криза и паниката меѓу финансиските

инвестигори (Графикон бр. 23).²⁵ Прелевањето на регионалната финансиска криза предизвика остар пад на кредитната и инвестициската активност, како и драстично намалување на меѓународната вредност на малезиската валута, рингитот. Во обид да ги ограничи негативните последици од одливот и бегството на капиталот, Малезија вовеле контроли на тековите на капиталот, кои опфаќаа елиминирање на сите правни опции и механизми за одлевање на капиталот во странство, како и забрана за нерезидентите да ги повлечат своите портфолио-инвестиции од малезиската економија во период од 12 месеци.

Графикон 23. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Малезија (1980-2015), во проценти од БДП



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Проценките се дека околу 172000 финансиски инвеститори се соочија со замрзнување на финансиската актива во вредност од 4,47 милијарди американски долари. Како што е илустрирано на Графиконот 23, нето-приливите на странски капитал колебаа, а вредноста на малезискиот рингит се намали од 2,42 рингити за 1 американски долар во април 1997 година на 4,88 рингити за 1 американски долар во јануари 1998 година. Истовремено, берзата во Куала Лумпур пишуваше неславни страници од својата историја, имајќи предвид дека композитниот берзански индекс од 1077,3 поени во јуни 1997 година се намали на нивото од само 262,7 поени во септември 1997

²⁵ Во средината на мај 1997 година, првата валута на „отстрел“ од страна на финансиските инвеститори беше тајландскиот бахт. Потоа, следувае удар и врз другите валути во соседните економии. Централната банка на Малезија во првиот обид да се одбрани од шпекулативните напади потроши 1,5 милијарди американски долари за само една седмица, а по тоа сфати дека кризата ќе биде од многу поголеми размери.

година. Проценките говорат дека поради кризата беше збришано финансиско богатство во вредност од 225 милијарди американски долари. Берзата во Куала Лумпур е третата најголема во регионот на Јужна Азија. Имајќи ги предвид високите стапки на економски раст остварени во преткризниот период, светската јавност беше шокирана од ненадејниот пад на БДП од 6,7% во 1998 година.

Со цел да се стабилизира паниката на финансиските пазари, во септември 1998 година беше напуштен режимот на управувано флексибилен девизен курс на рингитот во однос на кошничка странски валути. Новиот режим на фиксен девизен курс предвидуваше конверзија на 3,8 рингити за 1 американски долар, а главната цел беше да се превенираат шпекулативните напади на рингитот и да се создадат услови за водење автономна монетарната политика (Kiong and Jomo 2005).

Во периодот пред Азиската финансиска криза, многу надворешни набљудувачи прогнозираа дека Малезија ќе стане развиена пазарна економија во 2020 година. Проециите на малезиската влада беа дека во 1998 година ќе биде остварена стапка на раст на реалниот БДП од 7%, која можеби и беше блиску до остварената стапка, но за жал, со негативен предзнак (-6,7%). Азиската финансиска криза ја сврте развојната патека надолу, трошејќи драгоцено време и ресурси за заздравување на малезиската економија. За разлика од Тајланд, Индонезија и Јужна Кореја, кои се обратија за итна помош до ММФ, Малезија одлучи со сопствени сили да го пронајде патот до економското закрепнување. Сепак, како што наведуваат некои критичари, и покрај одбивањето на странската финансиска асистенција, рецептот за економска консолидација беше позајмен од „лабораториите“ на ММФ. Малезиската влада спроведе кретење на буџетските расходи од 18%, а малезиските министри прифатија намалување од 10% на својата плата. Истовремено, беше одложена реализацијата на крупните инфраструктурни проекти во земјата. Монетарните власти, пак, реагираа со зголемување на каматните стапки, во обид да го спречат бегството на капиталот.

Имајќи предвид дека контролите на капиталот имаа ограничено траење од 12 месеци, малезиските власти стравуваа дека по критичниот датум (1 септември 1999 година), ќе следува масовен одлив на капиталот. Од тие причини, беше воведен т.н. „излезен данок“ на одливите на капиталот, со прогресивна структура и стапки, кои зависат од периодот на „преуранетото“ одлевање на капиталот (Ariff and Abubakar 1999). Така на пример, странскиот портфолио-капитал, кој влегол пред 15 февруари 1999 година, по стапувањето на сила на контролите на капиталот, можеше да се репатрира со излезен данок од 30% во рамките на првите 7 месеци од траењето на контролите на капиталот, со 20% во периодот од 7 до 9 месеци од воведувањето на контролите и со 10% во периодот од 9 до 12 месеци од воведувањето на контролите.

Позитивен факт е дека Малезија подоцна успеа да се врати на позитивната патека на економскиот раст, но цената која ја плати за прекумерната изложеност на краткорочните приливи на капиталот беше голема. Нето-приливите на меѓународниот капитал само ги разголија и потенцираа структурните слабости на малезиската економија, како и прекумерното политичко влијание врз економските текови.

5.1.4. Јужна Кореја

Јужна Кореја е модел за економија, која во шеесетите и седумдесетите години на минатиот век следела стратегија на државно предводен економски раст, која меѓу другото, опфаќала супституција на увозот со домашно производство и финансиска репресија. Конкретно, финансиската репресија опфаќала алокација на капиталот во неколку таргетирани сектори од стратегиска важност за корејската економија, што подразбирало и воведување контроли на капиталот. Ваквиот државен интервенционизам постигнал значајни резултати во подигнувањето на нивото на економскиот развој, но создал и домашни секторски нерамнотежи и високи инфлациски очекувања. Од тие причини, корејските власти во текот на осумдесетите години на минатиот век се одлучиле за форсирање на макроекономската стабилност, ставајќи го економскиот раст, барем декларативно, на втор план.

Уште во осумдесетите години на минатиот век, Јужна Кореја експериментирала со финансиската дерегулација и континуирано ги либерализирала финансиските пазари. Во 1988 година, корејската влада ги прифати и формално обврските од Поглавјето VIII од Статутот на ММФ и ги укина сите ограничувања на тековните трансакции, а во март 1990 година, вовела и управувано флексибилен девизен курс. Периодот на доцните осумдесети и раните деведесети години на минатиот век кореспондира со повисока вредност на индексот на либерализација на капиталната сметка (Графикон 24).

Графикон 24. Либерализација на капиталната сметка и нето-приливи на меѓународен капитал во Јужна Кореја, 1980-2015 година



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

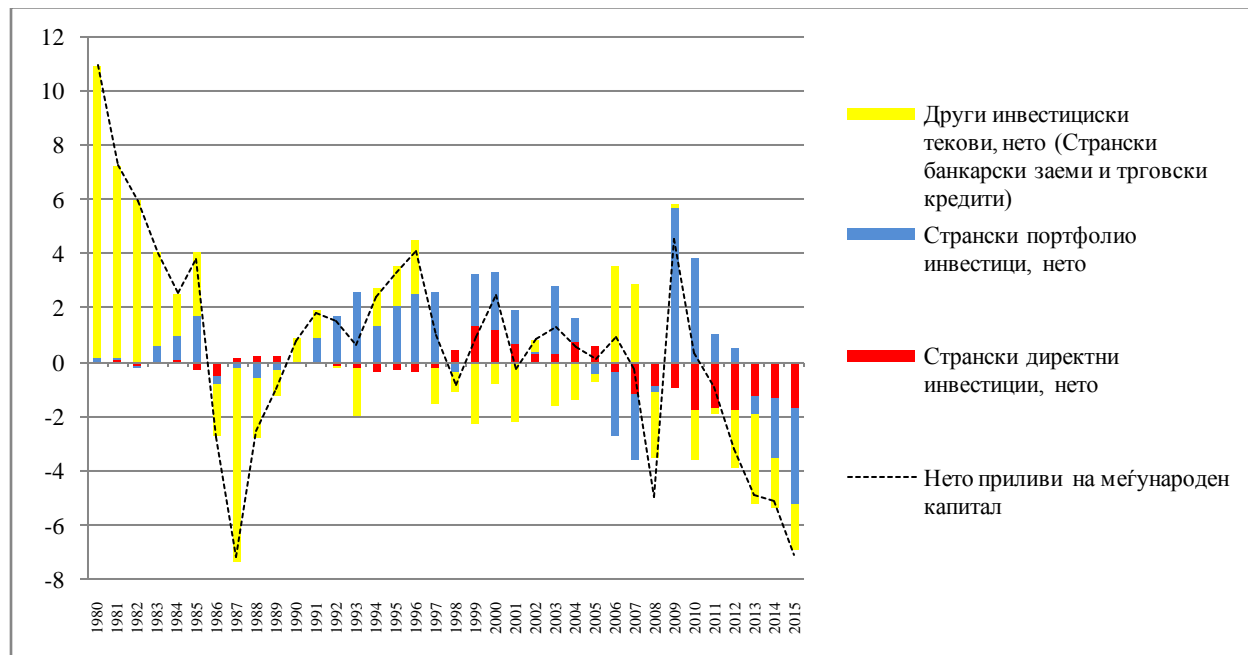
Сепак, проблемите со релативно високата инфлација, реалната апрецијација на корејскиот вон, како и рецесијата на глобалната економија повторно создадоа дефицит на тековната сметка во периодот од 1990 до 1997 година.²⁶ Соочена со сериозни проблеми во финансирањето на дефицитот на тековната сметка и потребата од поголеми приливи на странски капитал, корејската влада донесе измени на Законот за управување со девизните средства во 1991 година. Почнувајќи од јануари 1992 година, на странскиот резидент му беше дозволено да купи акции на корејскиот пазар на капитал до 3% од вкупно издадените акции на една компанија. Главниот пробив кон речиси целосната либерализација на тековните и капиталните трансакции се случи во 1994 година, кога Корејската влада донесе План за реформа на девизниот систем. Во него се предвидуваа три фази на брза и сеопфатна финансиска дерегулација, како и развој на ефикасен и либерализиран девизен пазар во следните пет години. Тоа практично ги отвори вратите за непречен влез на странскиот капитал, но и создаде предуслови за голема финансиска криза.

Во екот на Азиската финансиска криза се случи бегство на капиталот во 1997 и 1998 година. Како што е илустрирано на Графиконот 25, најмногу крахираа странските портфолио инвестиции, кои од приливи брзо се претворија во одливи. Стапките на реалниот пораст на БДП од позитивни 5% до 10%, за многу кратко време преминаа во негативни 5,8%. Во ноември 1997

²⁶ Исклучок е 1993 година, кога е остварен суфицит на тековната сметка.

година, Кореја мина низ двојна (валутна и банкарска) криза, која не можеше да се реши без финансиска помош од ММФ.

Графикон 25. Нето-приливи и видови меѓународен капитал во Јужна Кореја, 1980-2015 година



Извор: Пресметки на авторот врз основа на податоци од Статистиката на платниот биланс (BOPS) и Меѓународната финансиска статистика (IFS) на ММФ. Сите податоци се изразени како процент од БДП во конкретната година.

ПоАзиската финансиска криза, Јужна Кореја воведо режим на флукуирачки девизен курс во декември 1997 година, во комбинација со таргетирање на инфлацијата („inflation targeting“). Истовремено, корејските власти се одлучија за целосна либерализација на пазарите на обврзници и други должнички хартии од вредност. Во мај 1998 година беше отстранета уште една контрола на капиталот, односно се укинаа лимитите за странските инвестиции во сопственички хартии од вредност.

Од почетокот на 2000 година сè до 2007 година, корејската економија искуси големи нето-приливи на меѓународни текови на капитал. Тие пристигнуваа во потрага по повисоки стапки на принос, кои пак, се очекуваше да бидат остварени во амбиент на забрзан економски раст и стабилно ценовно ниво. Одговорот на креаторите на макроекономските политики беше да се дозволи апрецијација на девизниот курс на корејскиот вон, интензивно зголемување на девизните резерви, либерализација на одливите на меѓународен капитал, пред сè, во поглед на ограничувањата за домашните резиденти. Јужна Кореја бележеше истовремено и трговски суфицит и суфицит на капиталната сметка, кои резултираа во енормен пораст на девизните

резерви. Ваквата политика наликуваше на рационален одговор, имајќи ги предвид горчливите искуства и недоволното ниво на девизните резерви за справување со катастрофалните последици од кризата во 1997 година.

Од 2000 до 2005 година беа регистрирани стабилни приливи на меѓународен капитал, но од 2006 година до ерупцијата на светската финансиска криза, тие ја сменија динамиката и забележаа исклучително силен пораст. Најголемото учество и највисокиот раст беа забележани кај портфолио-инвестициите и другите инвестициски текови (првенствено, странските банкарски заеми), кои истовремено придонесуваа за брз пораст на надворешниот долг. Ниското учество на СДИ во структурата на приливите на меѓународен капитал веќе беше загрижувачки индикатор за ранливоста на корејската економија, особено на надворешни шокови. Одговорот на корејските власти беше да се изврши натамошна либерализација на капиталните трансакции, во однос на можноста корејските резиденти да купуваат недвижен имот во странство до 1 милиони американски долари во мај 2006 година, а од февруари 2007 година и до 3 милиони американски долари. Ваквата реакција беше во вистинска насока, но далеку од доволна.

Во втората половина на 2007 година за првпат се случи привремен двоен дефицит и во тековната и капиталната сметка на билансот на плаќања, но тој се сметаше за бениген и инцидентен феномен, кој навидум не треба да загрижува. За жал, двојниот дефицит временски се совпадна со колапсот на американската инвестициска банка, Леман Бродерс, која предизвика сериозна паника на финансиските пазари и масовен одлив на капиталот од многу земји во подем, меѓу кои и Јужна Кореја. Судбината посака по втор пат оваа источноазиска економија да се справува со огромни одливи на меѓународен капитал во екот на глобалната финансиска криза во 2008 година. Само во 2008 година од Јужна Кореја излегоа речиси 50 милијарди американски долари странски капитал, што беше еквивалентно на 5% од корејскиот БДП.

Сепак, Јужна Кореја ја имаше научено лекцијата од Азиската финансиска криза и многу подобро се справи со силниот удар на глобалната финансиска криза. Таа располагаше со многу поголемо ниво на официјални девизни резерви. Дури и во кризните моменти, корејските влади не прибегнаа кон контроли на капиталот и го задржаа постојното ниво на либерализација на капиталните трансакции. Случајот на Јужна Кореја, веројатно, е најдобрата илустрација за опасностите, кои ги носи доминантното учество на странските портфолио инвестиции во структурата на нето приливите на меѓународниот капитал. Тоа е економија, која се развиваше без значајни приливи на СДИ и која од 2006 година наваму е нето-извозник на капитал.

5.2. Либерализацијата на капиталните трансакции и искуството на Латинска Америка

Според Porzecanski and Gallagher (2007), резултатите од експериментите и честите промени на либерализацијата на капиталните трансакции најдобро можат да се согледаат преку примерот на латиноамериканските економии. Во продолжение ќе бидат разгледани примерите на Аргентина, Бразил и Мексико, кои се три големи економии со различни искуства од меѓународната финансиска интеграција.

5.2.1. Аргентина

Случајот на Аргентина е латиноамерикански пример на неодлучност и непостојанство на либерализацијата на капиталните трансакции. Таа неодлучност во голема мера ги отсликува: (а) политичката нестабилност, придружена со често (понекогаш и револуционерно) менување на владите и (б) колебливите макроекономски политики од типот „тргни и застани“ („stop-and-go policies“). Како и многу други латиноамерикански економии, и Аргентина во подолг период следеше политики на супституција на увозот и индустријализација. Овие политики беа поддржувани со обемни позајмувања од меѓународните кредитори во текот на шеесеттите и седумдесеттите години на минатиот век, претежно за да се финансираат програмите за модернизација на инфраструктурата. Во тој период, земјите извознички на нафта беа преплавени со девизни приливи и ги депонираа (инвестираа) овие средства во мултинационалните банки, кои пак, ги рециклираа овие т.н. „петро долари“, одобрувајќи огромни износи на кредити за латиноамериканските влади. До почетокот на осумдесетите години на минатиот век, странскиот капитал беше првенствено во форма на „други инвестициски текови“ или класични банкарски заеми, а дури две третини од странските заеми беа склучени со варијабилна каматна стапка врзана за LIBOR.²⁷ Најзначајни кредитори на Аргентина беа американските банкарски групации, кои конзорциумски одобруваа евро-доларски заеми, во толку голема мера, што дури беше доведена во прашање и стабилноста на американскиот банкарски систем. Изложеноста на мултинационалните банки (пред сè, со седиште во САД) кон земјите од Третиот свет стануваше сè поважна тема во академските и политичките кругови во САД.

Првото посериозно и ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал се случи во 1982-83 година. На кризата ѝ претходеше вториот „нафтен шок“ во 1979-80 година, кога дојде до удвојување на цената на нафтата на светскиот пазар. На овој шок се надоврза и т.н.

²⁷LIBOR (London Interbank Offering Rate).

Волкеров ефект, предизвикан од напорите на новоназначениот претседавач (гувернер) на Федералните резерви, Пол Волкер, да ја намали стапката на инфлацијата во САД. Федералниот комитет на отворениот пазар во мандатот на Волкер издејствува зголемување на краткорочната каматна стапка од 9,7% во август 1979 година на 16,8% восредината на мај 1981 година.²⁸ Како одговор на зголемените краткорочни каматни стапки, дојде до апрецијација на американскиот долар во однос на аргентинскиот пезос, поради што сега беа потребни повеќе аргентински пезоси за отплата на еден американски долар како надворешен долг (Графикон 26). Тоа значително го отежна сервисирањето на надворешниот долг и ја зголеми нервозата на финансиските пазари.

Од 1979 до 1983 година Аргентина се соочи не само со пад на нето-приливите на меѓународниот капитал, туку и со бегство на капиталот, поради стравот од преценетоста на аргентинскиот пезос и можната депрецијација. За само три години, вкупниот надворешен долг на Аргентина, изразен како процент од БДП, се зголеми од 19,0% на 43,6% во 1982 година.

Исклучително високите каматни стапки во раните осумдесети години на минатиот век донесоа глобална рецесија, но и должничка криза во земјите во развој. Во август 1982 година, мексиканскиот министер за финансии објави неможност за исплаќање на каматните обврски, а Аргентина и неколку други латиноамерикански економии беа принудени да побараат репрограмирање на долговите.

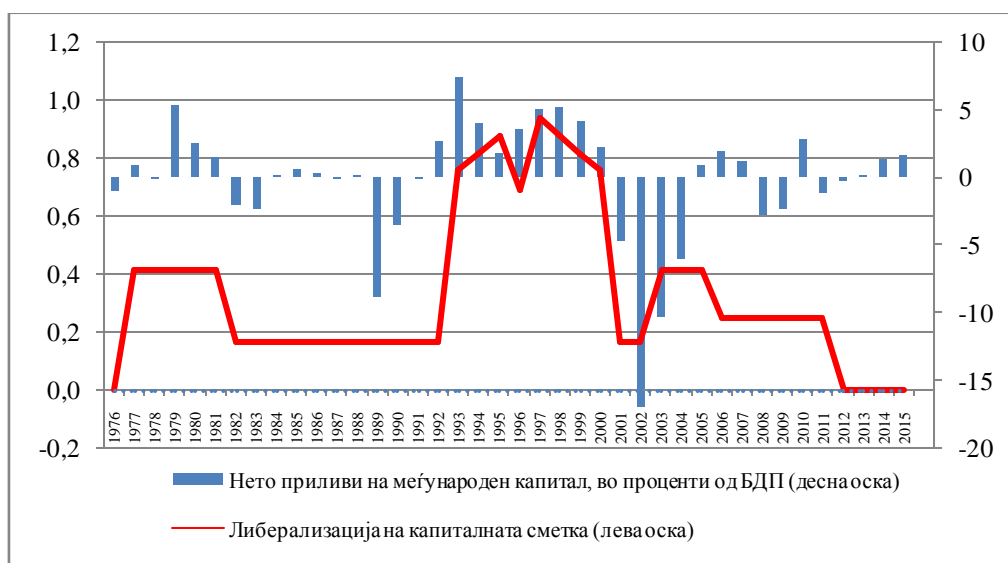
Од 1980 година до ескалацијата на големата Аргентинска криза во 2011 година, Аргентина помина 14 години во аранжмани со ММФ. Аранжманите во почетокот на деведесеттите години на XX век генерално се оценуваат како успешни, имајќи предвид дека беше воведен валутен борд во април 1991 година и беше спроведено реструктуирање на долгот. Со Планот за конвертибилност, тогашната валута, аргентинскиот аустрал, беше фиксирана за американскиот долар во однос 10.000:1 од април 1991 година до 2002 година, во обид да се спроведе стабилизација базирана на девизниот курс, скротување на хиперинфлацијата и создавање услови за економски раст.

Планот за конвертибилност имаше импресивен успех во соборувањето на високата инфлација, со оглед дека месечната стапка на инфлација се намали од 11,0% на 1,5% во март 1991 година. Сепак, кон крајот на деведесетите години на XX век ниту финансиската поддршка од ММФ, ниту домашниот финансиски систем не можеа да помогнат со справувањето со силните надворешни шокови. По Руската финансиска криза во 1998 и 1999 година, Аргентина се соочи со недоверба кај странските инвеститори и кредитори во однос на нејзиниот капацитет за сервисирање на долговите. Истовремено, аргентинскиот извоз беше погоден од конкурентската депрецијација на бразилскиот реал, а светската цена на сојата – значаен аргентински извозен

²⁸ Извор: Одбор на гувернери на Федералните резерви на САД, ноември 2016. [<https://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>].

производ – драматично се намали. Странските инвеститори стануваа сè повеќе скептични во однос на државните хартии од вредност емитувани од аргентинската влада, поради што таа беше принудена да се пренасочи кон домашните банки, домашните пензиски фондови и ММФ. Во неможност да се справи со драматичното намалување на нето-приливите на меѓународниот капитал (Графикон 26), аргентинската влада изврши унилатерално реструктурирање на домашниот долг. Во јуни 2001 година, прочуениот гувернер на централната банка на Аргентина, министер за економија и архитект на Планот за конвертибилност, Доминго Кавало, иницираше реструктурирање на домашните државни обврзници со цел да се зголеми нивната рочност (*mega canje*). Дури и овие радикални мерки не помогнаа, поради што на крајот на 2001 година, Аргентина прогласи неможност за сервисирање и мораториум на обврските кон странските кредитори.

Графикон 26. Показатели за меѓународната финансиска интеграција на Аргентина (1976-2015 година)

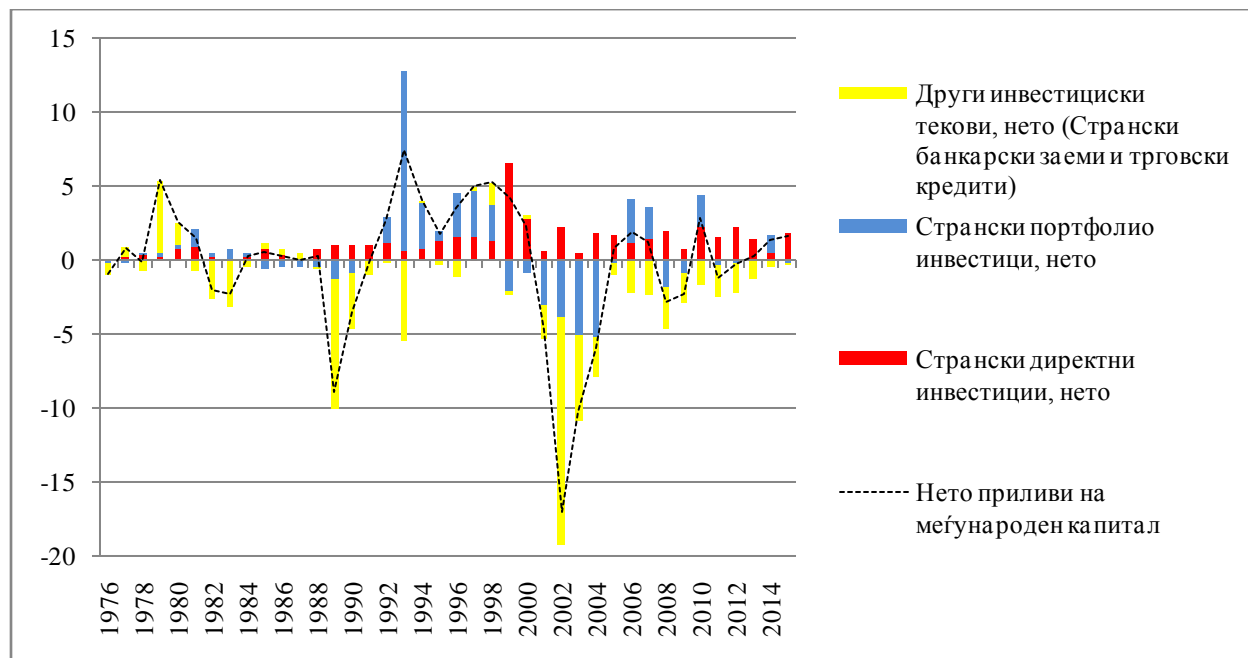


Извор: Конструирани врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Одлуката за мораториум во отплатата на долговите беше дочекана во шок и неверување кај меѓународната финансиска заедница. Аргентина доживеа драматични моменти на бегство на капиталот во 2001 и 2002 година, без оглед на тоа што воведо силни контроли на одливите на капиталот. Нето-одливите на меѓународниот капитал во 2001 година изнесуваа 4,7% од БДП, а во 2002 и 2003 година, спектакуларни 16,9% и 10,2% од БДП, респективно. Иако претходниот аранжман со ММФ за проширено финансирање („Extended Fund Facility“) заврши на 10 март 2000 година, аргентинската економија веќе имаше очајна потреба за нов стендбај аранжман од истиот

ден, 10 март 2000 година до 23 јануари 2003 година, и нов аранжман за дополнителна резерва („Supplemental Reserve Facility“) од 12 јануари 2001 до 11 јануари 2002 година.

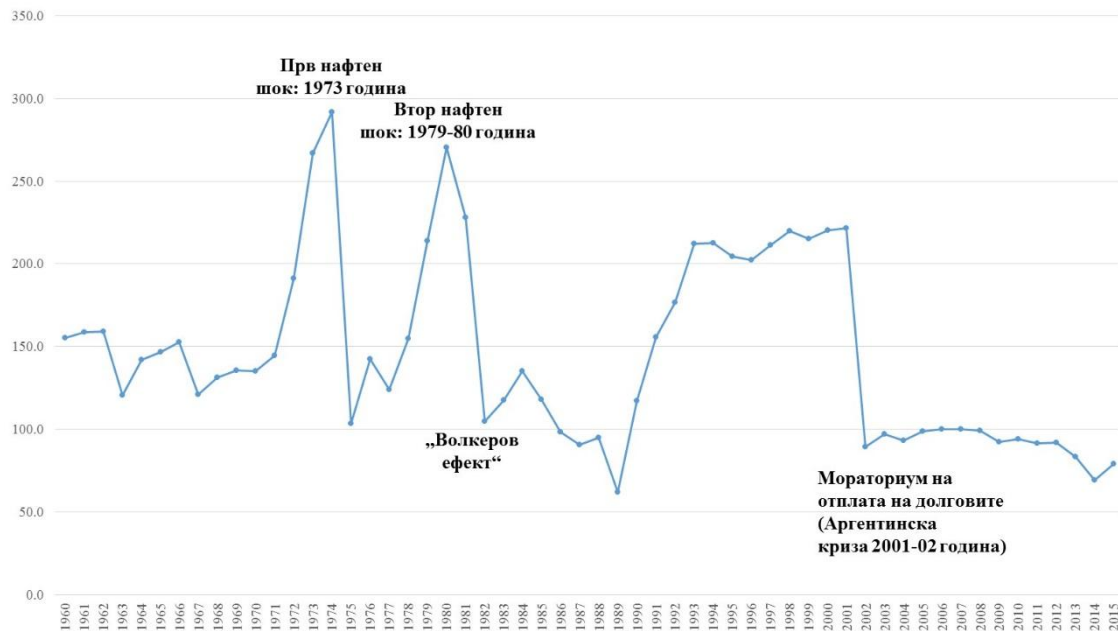
Графикон 27. Структура на странскиот капитал во Аргентина (1976-2015 година)



Извор: Конструираано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Со оглед дека најголем дел од надворешниот долг на Аргентина беше деноминиран во американски долари, валутниот борд беше изложен на неверојатно силни притисоци. Тогашниот министер за економија, повторно Доминго Кавало, воведо лимит за повлекување на банкарските депозити од 1000 пезоси или долари месечно. Непопуларноста на оваа мерка придонесе и аргентинскиот претседател Фернандо де ла Руа и министерот за економија да дадат оставка. Во јануари 2002 година, новиот претседател Едуардо Дуалде нареди отповикување на Законот за конвертибилност и го задолжи министерот за финансии да изврши „пезификација“ на сите банкарски депозити, односно принудна конверзија на американските долари во пезоси, при административно утврден девизен курс од 1,4 аргентински пезоси за еден американски долар. Следуваше напуштање на режимот на фиксен девизен курс и депрецијација на аргентинскиот пезос од дури 75% за само неколку месеци (Графикон 28).

Графикон 28. Реалниот ефективен девизен курс на аргентинскиот пезос и аргентинскиот аустрал*, 1960-2015 година



Извор: Податоците за реалниот ефективен девизен курс се од базата на податоци на Darvas, Zsolt (2012a) 'Real effective exchange rates for 178 countries: a new database', Working Paper 2012/06, Bruegel, 15 March 2012. Забелешка: Од 1985 до 1991 година, официјалната парична единица на Аргентина се нарекуваше аустрал.

Подоцна, кон средината на 2005 година во пресрет на повторно зголемените приливи на капитал и силниот пораст на цените на хартиите од вредност, Аргентина воведо контроли (рестрикции) на приливите на капитал во два модалитети: (1) износот што ќе биде внесен во Аргентина мора да остане најмалку 365 дена и (2) 30% од вкупно внесениот странски капитал мора да биде депониран во локална банка и да биде расположлив за задоволување на обврската на банката за издвојување на задолжителната резерва.

Во 2013 година, Аргентина донесе пакет закони со кои се наметнува данок од 15% на капиталната добивка, која произлегува од трансакциите со некотирани акции, како и данок од 10% на распределената дивиденда. Истовремено, се елиминираа дотогашните даночни ослободувања за странските резиденти, на остварената капитална добивка од трансакциите со акции во Аргентина.

Би можело да се издвојат повеќе заклучоци, кои произлегуваат од случајот на Аргентина. Прво, финансиската поддршка од ММФ не е и не може да биде перманентна замена за политичката стабилност, дисциплинираните макроекономски политики и умерениот пристап во надворешното задолжување. Од 1958 година до денес, Аргентина беше корисник на 21 аранжман на ММФ во вкупна вредност од 55,9 милијарди американски долари, но тоа не беше доволно за избегнување на финансиските кризи. Второ, воведувањето на валутниот одбор и Планот за конвертибилност на аргентинскиот пезос самите по себе не се доволни за воспоставување

макроекономска стабилност, доколку не се води дисциплинирана фискална политика и не се спроведуваат структурни реформи. Трето, ваквата неконзистентност во водењето на макроекономските политики секогаш бидува казнета од финансиските пазари, а казната е правопропорционална на степенот на либерализација на капиталните трансакции.

5.2.2. Бразил

Бразил е економија со долга историја на контроли на меѓународните текови на капиталот. Имајќи го предвид опфатот и разгранетоста на контролите на капиталот, слободно може да се каже дека оваа земја беше експериментално поле за проценка на ефектите од ограничувањата на слободните текови на капиталот.

Бразилската економија го дочека крајот на Втората светска војна со речиси целосно либерализирана капитална сметка.²⁹ Сепак, поради високиот дефицит на тековната сметка во платниот биланс, во 1947 година се воведени првите контроли на капиталот, главно во форма на паралелни девизни курсеви и директни, квантитативни контроли на движењето на капиталот. Регулацијата на тековите на капиталот била дел од генералната политика на бразилските власти за индустријализација на земјата преку супституција на увозот со домашно производство. Во лепената на мерките за индустријализација на земјата биле и контролите на кредитниот раст и на каматните стапки. Бразилските власти верувале дека преку административно одредување на ниски каматни стапки ќе го дестимулираат влезот на странскиот капитал. Оттука, првата деценија по Втората светска војна е период на агресивни контроли на нето-приливите на меѓународниот капитал, придружени со силна регулација на банкарскиот сектор, до стадиум на финансиска репресија. Според Nembhard (1996), ваквите контроли на тековите на капиталот навистина ги дале очекуваните резултати, затоа што биле спроведувани во координација со други политики.

Бегството на капиталот (capital flight) започнало да се чувствува од средината на седумдесетите години и во текот на осумдесетите години на XX век. Порастот на каматните стапки на глобално ниво и вториот нафтен шок во доцните седумдесетигодини во минатиот век претставувале голем проблем за платниот биланс на Бразил. Соочени со стравот од доживување на судбината на Мексико, кое беше принудено да прогласи мораториум на сервисирање на надворешниот долг во 1982 година, бразилските власти се обратија до ММФ. Но, дури ниту аранжманите со ММФ не ги дадоа очекуваните резултати, пред сè, поради промашувањето на

²⁹ Според новата методологија на ММФ, некогашната капитална сметка кореспондира со финансиската сметка на билансот на плаќања.

фискалните и монетарните таргети. Бегството на капиталот продолжи со несмалено темпо. Соочени со проблемот околу сервисирањето на обврските кон странските кредитори, бразилските власти кон крајот на 1994 година ги завршија преговорите околу т.н. „Бреди план“ за репрограмирање на долговите на подолг рок.

Во деведесетите години на минатиот век, Бразил ги спроведуваше препораките на Вашингтонскиот консензус, спроведуваше политики во духот на ортодоксната неокласична теорија и пазарниот фундаментализам и изврши силна либерализација на портфолио инвестициите во 1991 година. Странскиот капитал повторно го пренасочи интересот кон бразилската економија, имајќи ги предвид ниските каматни стапки во развиените пазарни стопанства. Многумина експерти укажуваа дека мотивацијата на странските инвеститори и кредитори не беа цврстите макроекономски темели на бразилската економија, туку ниските каматни стапки во развиените пазарни стопанства. Според нив, секое подигнување на каматните стапки во САД речиси автоматски предизвикува повлекување на странскиот капитал од земјите во развој и земјите во подем, создавајќи сериозна опасност од рецесија и зголемување на невработеноста. Не само економистите, туку и бразилските политичари отсекогаш беа најгласни критичари на експанзивната монетарна политика во САД. Тие ги обвинуваа Федералните резерви дека преку намалување на краткорочните каматни стапки во американската економија го туркаат странскиот капитал кон земјите во развој и земјите во подем.

Доколку и другите економски велесили исто така спроведуваат експанзивна монетарна политика, тогаш според зборовите на бразилскиот министер за финансии, Гидо Мантега, останатите економии стануваат сведоци и жртви на т.н. „валутни војни“. Логиката на аргументот е дека монетарната експанзија во развиените земји предизвикува наплив на странски капитал во земјите во развој и земјите во транзиција. Тој прилив предизвикува: (а) апрецијација на девизниот курс, која негативно влијае на конкурентноста на нивните економии и (б) дестимулирање на домашното штедење.

Во 1993 година, бразилската економија се соочи со хиперинфлација и епизоди на ненадејно запирање на тековите на меѓународниот капитал. Периодот од 1993 до 1997 година беше одбележан со поразгранети контроли на капиталот:

- воведување минимална рочност за позајмувањето од странство и прецизирање на видовите странски капитал, кои можат да бидат ослободени од персонален данок на доход по основа на камати;

- воведување на мален лимит на овластените банки за кратката позиција на девизниот пазар и зголемен лимит за долгата позиција на девизниот пазар;³⁰
- воведување данок на финансиски трансакции при првиот влез во Бразил и при повлекувањето средства од страна на странските инвеститори;
- Ограничување на портфолио-инвестициите за странските инвеститори само во финансиски инструменти со фиксен доход и само во одредена класа, како и нивно оданочување со данок на финансиски трансакции, и
- зголемување на периодот за исплата на извозните трансакции, со цел да се одложат девизните приливи од извозот на добра или услуги.

Во текот на деведесетите години на минатиот век, највисоката стапка од прогресивниот данок на финансиски трансакции изнесуваше дури 9%. Но, со ескалацијата на финансиските кризи во Источна Азија и Руската Федерација во доцните деведесети години на XX век, данокот на финансиски трансакции на капиталните приливи беше намален на 0% и остана таков до 2008 година, кога беше позициониран на 1,5%.

Со колапсот на инвестициската банка во САД, Леман Брадерс и глобалната финансиска криза, бразилските власти повторно го укинаа данокот на финансиски трансакции, поради опасноста од бегство на капиталот (Табела 4). Меѓутоа, посткризниот период сведочи за ренесанса на контролите на капиталот. Според истражувањето на Jinjarak, Noy, and Zheng (2013), контролите на капиталот ниту имале забележителен ефект, ниту биле перцепирани како непријателски од страна на странските инвеститори.

³⁰Кратка девизна позиција постои кога обврските во определена валута се поголеми од имотот во таа валута. Долга девизна позиција постои кога финансискиот имот во определена валута е поголем од обврските во таа валута.

Табела 4. Историски преглед на контролите на капиталот во посткризниот период во Бразил

Период	Цел на мерките	Контрола на капиталот
Октомври 2009	Затегнување	Данок од 2% на портфолио-инвестициите и инвестициите со фиксен приход
Ноември 2009	Затегнување	Данок од 1,5% при издавањето на депозитни сертификати за локални хартии од вредност
Октомври 2010	Затегнување	Даночната стапка е подигната на 4% за приливите со фиксен приход
Октомври 2010	Затегнување	Даночната стапка е подигната на 6% за приливите со фиксен приход
Декември 2010	Затегнување	Данок од 2% на откажувањето на депозитните сертификати за локални хартии од вредност
Јануари 2011	Затегнување	Неплатена задолжителна резерва од 60% за девизните бруто-позиции на банките над 3 милијарди американски долари
Март 2011	Затегнување	Данок од 6% на позајмувањето во странство со рок помал од една година
Април 2011	Затегнување	Данок од 6% на позајмувањето во странство со рок помал од две години
Јули 2011	Затегнување	Неплатена задолжителна резерва од 60% за девизните бруто-позиции на банките над 1 милијарда американски долари
Јули 2011	Затегнување	Воведување данок на претпоставениот износ на финансискиот дериватив
Септември 2011	Затегнување	Стапување на сила на данокот на претпоставениот износ на финансискиот дериватив
Декември 2011	Релаксирање	Елиминирање на данокот на странските портфолио-инвестиции
Февруари 2012	Затегнување	Данок од 6% на позајмувањето во странство со рок помал од три години
Март 2012	Затегнување	Ограничување на авансите плаќања за извозниците на не повеќе од 1 година
Март 2012	Затегнување	Данок од 6% на позајмувањето во странство со рок помал од пет години
Март 2012	Релаксирање	Данокот на деривативи е утврден на 0% за хеџирање од страна на извозниците
Јуни 2012	Релаксирање	Данок од 6% на позајмувањето во странство со рок помал од две години
Јуни 2012	Релаксирање	Се дозволува авансна исплата на извозниците од страна на финансиските институции
Декември 2012	Релаксирање	Се дозволува авансна исплата на извозниците над 1 година, а под 5 години
Декември 2012	Релаксирање	Данок од 6% на позајмувањето во странство само за рок помал од 1 година
Декември 2012	Релаксирање	Неплатена задолжителна резерва од 60% за девизните бруто-позиции на банките над 3 милијарди американски долари
Јуни 2013	Релаксирање	Укинување на данокот на инвестициите со фиксен приход
Јуни 2013	Релаксирање	Укинување на данокот на претпоставениот износ на финансискиот дериватив
Јуни 2013	Релаксирање	Задолжителната резерва за кратката девизна позиција на локалните банки е елиминирана
Јули 2013	Релаксирање	Укинати се капиталните барања за заемите во странска валута, кои ги подигнуваат по дружниците во странство
Декември 2013	Релаксирање	Укинат е данокот на депозитните сертификати за локални хартии од вредност
Јуни 2014	Релаксирање	Данок од 6% на позајмувањето во странство само со рок помал од шест месеци

Извор: Chamon and Garcia, 2016.

Искуството на Бразил од меѓународните текови на капиталот, веројатно е најдобро сумирано во изјавата на бразилскиот министер за финансии, Гидо Монтега, во која наведува: „[...] Се спротивставуваме на какви било насоки, рамки или правила на однесување, чија цел е да ја ограничат, директно или индиректно, реакцијата на (макроекономската) политика на земјите, кои се соочуваат со наплив на варијабилни текови на капиталот. Владите мора да имаат флексибилност и дискреција да применуваат политики, кои тие ги сметаат за соодветни“ (Reddy, 2011).

5.2.3. Мексико

Во текот на шеесетите години и почетокот на седумдесетите години на минатиот век, мексиканската економија беше во голема мера изолирана од глобализациските процеси. Иако општото ниво на цените и економскиот раст беа релативно стабилни, сепак домашното штедење беше недоволно за позначајно забрзување на економската активност, што неминовно ја наметна потребата од зголемен пристап до глобалните пазари на капиталот.

Забележителната меѓународна трговска и финансиска интеграција на Мексико започна во средината на осумдесетите години на минатиот век. Таа се продлабочи со склучувањето на Договорот за слободна трговија во Северна Америка (NAFTA) и подоцна, со десетинадруги, значајни билатерални трговски договори. Иако во периодот од 1970 до 2004 година, односот бруто-инвестиции-БДП беше релативно стабилен и несензитивен на економските циклуси, сепак лузните од двојната финансиска (валутна и банкарска) криза во 1994 и 1995 година оставија траен печат врз надворешната перцепција за мексиканската економија.

Иронијата посакала првите посериозни проблеми за мексиканската економија да се појават по пронаоѓањето на значајни резерви на нафта во 1976 година. Првата поголема рецесија се случи во 1982 година. Периодот, кој ѝ претходеше на кризата, се карактеризираше со експанзивна фискална политика, забрзување на стапката на инфлација од 20% на 30%, преценет реален девизен курс и негативни реални каматни стапки (Агенор и Монтиел, 2012). Колку за илустрација, кризата на мексиканскиот пезос и одливот на странскиот капитал беа придружени со девалвација од 67% во однос на американскиот долар во февруари 1982 година. Во август 1982 година, Мексико прогласи неможност за сервисирање на надворешните обврски, што ја предизвика меѓународната должничка криза. По која властите извршија национализација на банкарскиот сектор и наметнаа исклучително високи царински стапки.

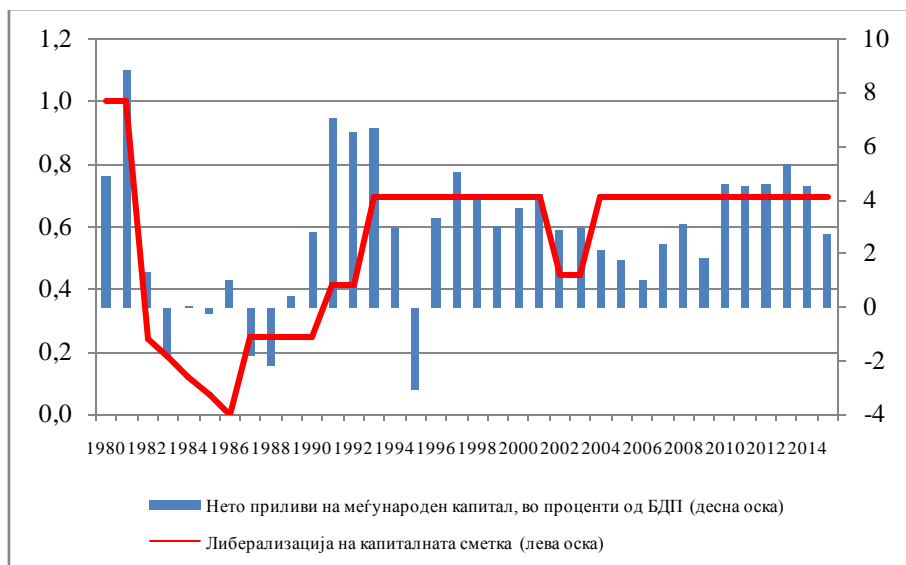
Економската стагнација ги создаде неопходните услови за економска либерализација, вклучувајќи и дерегулација на меѓународните финансиски текови. По доаѓањето на власт на

Мигел де ла Мадрид, пазарно и реформски ориентиран претседател во декември 1982 година, Мексико го напушти моделот на супституција на увозот со домашно производство, изврши реструктуирање на надворешниот долг, стана потписник на Општата спогодба за царините и трговијата (ГАТТ) во 1986 година, воведо значајни структурни и институционални реформи и ја зголеми изложеноста кон финансиската глобализација.

Во текот на претседателствувањето на Карлос Салинас беше направена крупна реформа во насока на дерегулација на меѓународните текови на капиталот во 1989 година (Графикон 29). Подоцна, во ноември 1991 година се овозможи флукуација на девизниот курс во рамките на дозволени дневни маргини од 20 центи, а подоцна и 40 центи.

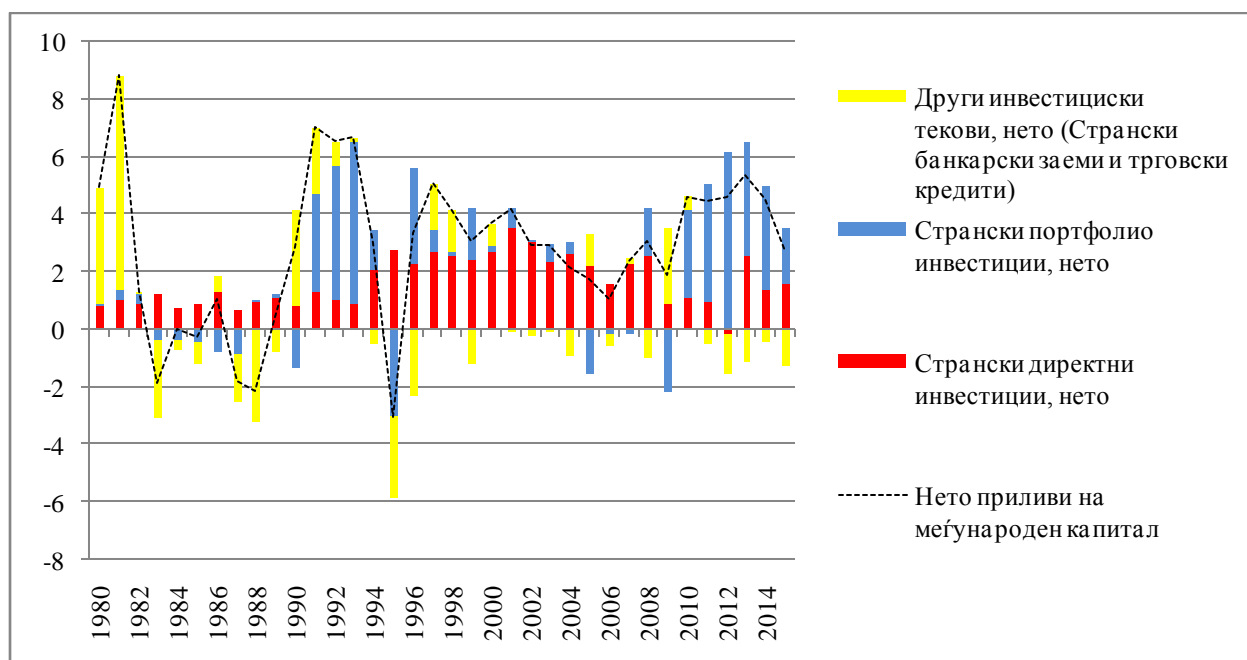
Во 1994 година се случија серија настани, кои предизвикаа пазарна нестабилност и шпекулативни напади на мексиканскиот пезос. Во февруари истата година се зголемија пазарните каматни стапки во САД, што предизвика одлив на капитал и силна депрецијација на пезосот. На тоа се придодаде и политичката и безбедносната криза, поврзана со вооружениот конфликт во федералната единка Чијас, како и атентатот на еден од претседателските кандидати во март 1994 година. За големината на политичката криза доволно сведочи фактот дека на денот на атентатот, мексиканската централна банка располагаше со девизни резерви во вредност од 28,3 милијарди американски долари, а по само еден месец, тие се намалија за дури 11 милијарди американски долари. Серија други политички неприлики создадоа услови за големо бегство на капиталот, пред сè, во форма на портфолио текови. Во декември 1994 година, мексиканските власти објавија дека повеќе не можат да го бранат раководено флукуирачкиот девизен курс и прогласија режим на флукуирачки девизен курс.

Графикон 29. Либерализацијата на капиталните трансакции и нето-приливите на меѓународниот капитал во Мексико, 1980-2015 година



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2017 година.

Графикон 30. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Мексико, 1980-2015 година



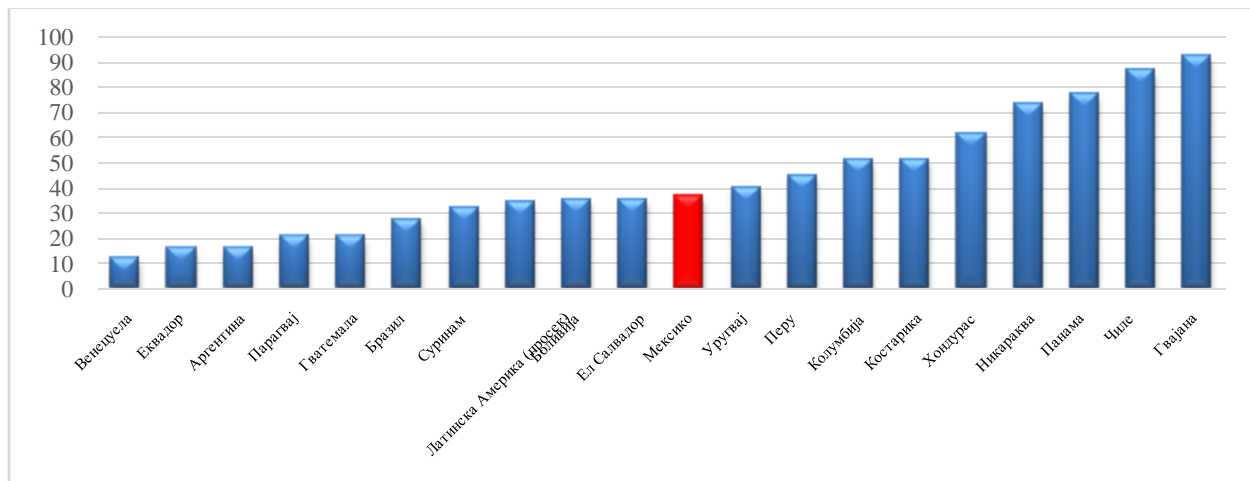
Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2017 година.

Мексиканската финансиска криза, уште позната и како „Текила криза“, во 1994 година и првата половина од 1995 година грубо потсети на ризиците од финансиската глобализација. Тоа е латиноамерикански пример за едновремена финансиска (валутна и банкарска) криза, која беше предизвикана од комбинација на: (а) неповолни политички фактори: политичка нестабилност и безбедносни проблеми, (б) кривки макроекономски фундаменти: анемичен раст, ранлив финансиски систем, висок дефицит на тековната сметка и (в) неповолни екстерни фактори: зголемување на каматните стапки во САД и значаен одлив на приватен капитал (Графикон 30). Таа е истовремено и приказна за погрешно поставена монетарна политика, која е подготвена и на пониски стапки на реален раст на БДП и на високи каматни стапки, со цел да ги стимулира нето-приливите на меѓународен капитал.

Една од главните поуки од неа е дека во преткризните периоди домашната инфлација е висока, а девизните резерви се намалуваат со забрзано темпо. Премногу релаксираната монетарна политика резултира во зголемен увоз и продлабочен дефицит на тековната сметка. Во конкретниот случај, одговорот преку зголемување на каматните стапки дојде премногу доцна за да се спречи валутната криза.

Во однос на структурата, вредно е да се истакне дека нето-приливот на СДИ во Мексико е голем не само според апсолутната вредност, туку и во однос на големината на мексиканската економија, односно нејзиниот БДП. Резултатите се можеби малку натпросечни во латиноамерикански контекст, нокумулативните приливи како состојба (фонд) се поголеми во однос на Аргентина и Бразил (Графикон 31). Недоволно искористениот потенцијал за привлекување странски инвестиции во Мексико, вообичаено, се објаснува со: (а) високиот степен на монополизација на одделните сектори, во кои се вгнездени крупни домашни компании, како и со (б) недоволно развиениот рударски сектор. Така на пример, телекомуникацискиот сектор до неодамна беше дуопол (со доминација на „Telcel/America Movil“), кој не се осмелуваа да го загрози ниту поголемите светски играчи, а во малопродажбата доминираат „Walmart“, „Chedraui“ и „Soriana“. За разлика од Мексико, останатите латиноамерикански економии примија значајни износи на СДИ насочени кон искористување на природните ресурси.

Графикон 31. Состојба (фонд) на странски директни инвестиции во Латинска Америка на крајот на 2015 година (во проценти од БДП)



Извор: UNCTAD, октомври 2017 година.

Во август 2014 година, по речиси осум децении силна државна контрола над нафтениот сектор, мексиканскиот конгрес ја промени енергетската регулатива и дозволи влез на странски капитал во енергетскиот сектор. Странските нафтени компании во Мексико беа последен пат видени во 1938 година, кога државата изврши експропријација на сопственоста и оттогаш, тој сектор беше целосно национализиран.

5.3. Проширувањето на ЕУ и приливот на странски капитал во Централна и Источна Европа

По успешно завршената макроекономска стабилизација, главните столбови на развојниот модел на повеќето европски транзициски економии во изминатите две децении беа: (а) структурните и институционалните реформи на домашен план и (б) политичката, трговската и финансиската интеграција на меѓународен план. Политичкото и институционалното приближување кон Европската унија беше поттик за значаен прилив на странски капитал во толку голем обем, што и не може да се најде паралела во економската историја. Емпириските истражувања на Prasad et al. (2007), Abiad et al. (2009), Berglöf et al. (2009), Bandelj (2010), Gallego et al. (2010) и Friedrich et al. (2013) најдоа цврста и позитивна поврзаност меѓу странскиот капитал и економскиот раст во случајот на европските транзициски економии во изминатите две децении. Позитивното влијание на меѓународната финансиска интеграција врз економскиот раст е поголемо во оние држави, кои се посилено политички интегрирани во ЕУ. Мора да се напомене дека овој заклучок беше речиси консензуален до ескалацијата на глобалната финансиска криза во 2007-08 година. Квалификацијата „речиси консензуален“ се должи на фактот дека и пред кризата имаше укажувања дека приливот на странски капитал во Централна, Источна и Југоисточна Европа коинцидирал со фазата на експанзија на светската економија (2004-2007 година) и можеби не бил исклучив резултат на нивната европска интеграција. Глобалната економска и европската должничка криза покажаа дека не постојат само користи од финансиската глобализација. Меѓународната финансиска интеграција на повеќето европски транзициски економии донесе и прекумерен кредитен раст, како и брза акумулација на надворешен долг кај приватниот сектор. Со ненадејното запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал, многу европски транзициски економии доживеаја драматичен, дури и двоцифрен, пад на економската активност, што секако фрли сомнеж врз вкупниот нето-ефект од приливите на меѓународниот капитал.

Во продолжение ќе бидат разгледани примерите на три европски транзициски економии: Унгарија, Латвија и Словенија. Секој од нив носи посебна поука за ентузијазмот и разочарувањата од меѓународната финансиска интеграција.

5.3.1. Унгарија

Во текот на осумдесетите години на минатиот век Унгарија се потпираше на класичните банкарски заеми, а во последната деценија од минатиот век на обилни приливи на СДИ (Véluács

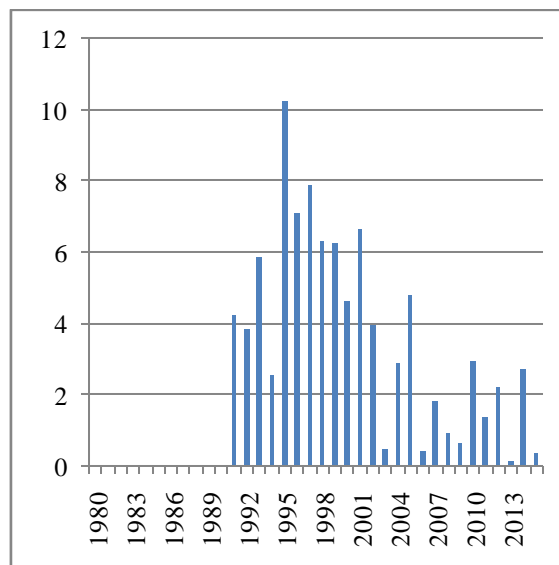
and Kuti 2009) (Графикони 32 и 33). Ваквите движења коинцидираа со општиот тренд на тековите на капиталот во светски рамки: Eichengreen and Fishlow (1998) ги нарекоа седумдесетите и осумдесетите години на минатиот век „ера на должнички финансии“, а деведесетите години како „ера на сопственички финансии“ (Графикони 34 и 35). Унгарија го донесе еден од првите закони за странските инвестиции во регионот на Источна Европа во 1972 година, а подоцна со измените во 1988 година беше обезбеден и национален третман на странските инвеститори.

Деведесетите години на XX век ја прокламираа Унгарија како светол пример за напредна транзициска економија, која успешно ја спроведува приватизацијата и привлекува огромни суми на странски капитал. Нето-приливите на меѓународниот капитал се состоеја првенствено од СДИ, кои беа концентрирани во автомобилскиот сектор. Меѓу главните фактори за привлекувањето на странски капитал во Унгарија се посочуваат социо-економските и политичките реформи уште во раните деведесети години на XX век. Ако приливот на СДИ во 1994 година изнесуваше само 2,7% од БДП, во 2001 година достигна 7,5% од БДП и спектакуларни 48,6% во БДП во 2008 година. Вкупната состојба на акумулирани СДИ во унгарската економија („inward FDI stock“) на крајот на 2015 година изнесуваше 76,4% од БДП.

Графикон 32. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Унгарија, 1980-2015 година



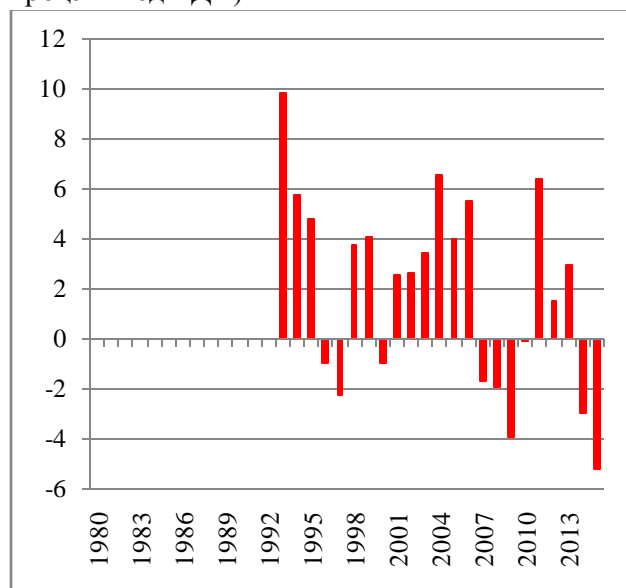
Графикон 33. Странски директни инвестиции (нето) во Унгарија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



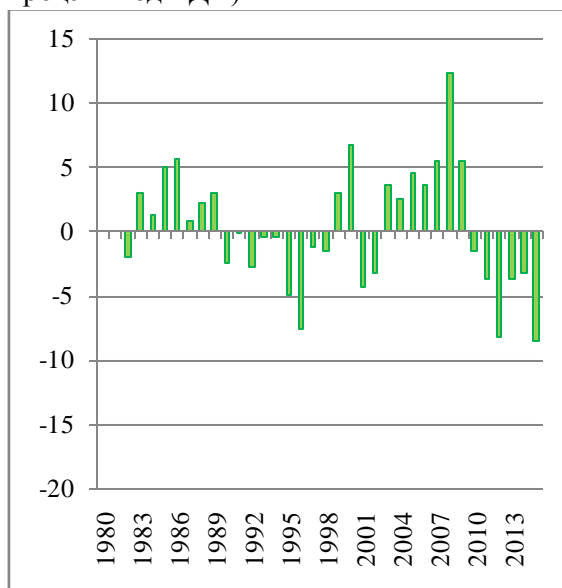
Графикон 34. Странски портфолио-инвестиции

Графикон 35. Други инвестициски текови

(нето) во Унгарија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



(нето) во Унгарија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



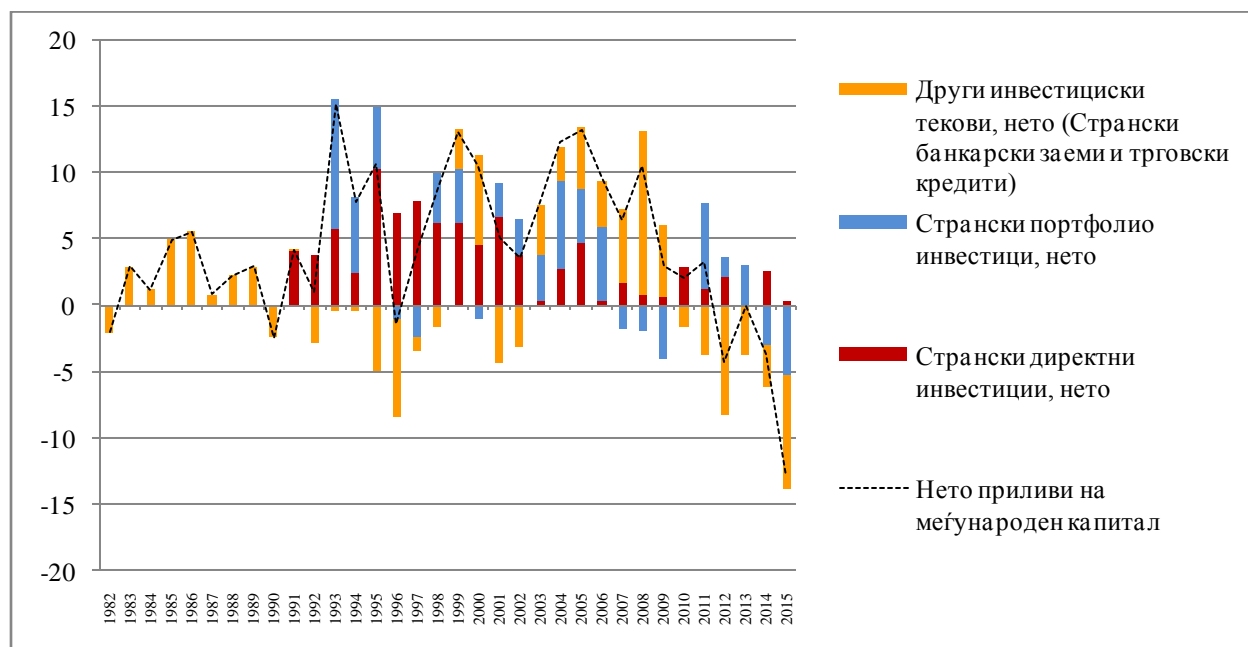
Според Ramirez and Kőmüves (2014) близу 70% од приливите по основа на СДИ доаѓаат од европските економии, а најголемиот дел од СДИ или 82% завршиле во терцијарниот (услугиот) сектор. Проценките на емпириските студии се дека од 69% до 89% од остварените стапки на економскиот раст во Унгарија во периодот од 1995 до 2009 година се должат на приливот на СДИ. Нето-приливите на меѓународниот капитал не само што помогнале за прирастот на капиталните фондови, туку и за значајно подобрување на вкупната факторска продуктивност. Во споменатата студија се наведуваат докази дека апрецијацијата на унгарската форинга во однос на другите валути делувала дестимулативно врз приливот на СДИ.

Сопственичката трансформација во Унгарија донесе значајно подобрување на постприватизациските перформанси на сите компании, иако мора да се истакне дека странските компании покажуваа убедливо подобри резултати во однос на домашните компании. Приливот на СДИ, особено во периодот од 2003 до 2006 година, имаше важна улога во стимулирањето на извозот, но сега тие се намалени. Сепак, проекциите на среден рок на експертите на ММФ говорат дека приливот на СДИ во следните години во Унгарија ќе се намалува под историскиот просек. Според нив, завршува ерата на масовно привлекување на странскиот капитал, а во иднина Унгарија ќе мора повеќе да се потпре на домашното штедење.

5.3.2. Латвија

Латвија е пример за европска транзициска економија, која во пресрет на зачленувањето во Европската унија, многу ентузијастично пристапи кон либерализација на капиталните трансакции. Брзата дерегулација на тековите на меѓународниот капитал кулминираше во 2007 година, кога беше овозможена целосна и непречена мобилност на капиталот. Сепак, уште во 2004 година, беа воочени првите знаци на прегревање на економијата, како последица на напливот на странски капитал (Графикон 36). Претежно стануваше збор за банкарски заеми.

Графикон 36. Нето-приливи и видови меѓународен капитал во Латвија, 1982-2015 година



Извор: Конструирани врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Исклучително високите стапки на економски раст просек околу 7% и огромниот дефицит на тековната сметка во периодот од 2000 до 2007 година алармираа дека латвиската економија премногу долго се задржува во фазата на прекумерна експанзија. Стапката на инфлација во средината на 2007 година веќе достигна 10%. Под влијание на обилните приливи на странскиот капитал (Графикон 36), кредитниот раст достигна дури 50% на годишно ниво. Само во 2005 и 2006 година, цените на недвижностите се зголемија во просек за 60% годишно.

Околу 60% од банкарскиот систем на Латвија беше во сопственост на странски банки, првенствено од Шведска и другите нордиски земји. Тоа и не е висок процент во европски рамки.

Сепак, за разлика од други економии каде банките се потпираат на домашниот депозитен потенцијал, латвиските банки во странска сопственост обилно се потпираа на заеми од нивните матични банки. Во 2007 година странските банки се соочија со реалноста и сфатија дека имаат превисока изложеност во Балтичките земји, и особено во Латвија. Следуваше драматично намалување на приливот на банкарски заеми.

Латвија се соочи со една од најдлабоките рецесии во светски рамки. Во 2009 година латвискиот БДП падна за 18%, а стапката на невработеност се издигна до 20%. Од средината на август до ноември 2008 година, официјалните девизни резерви се намалија за дури 20%. Депозитите на приватниот сектор во истиот период се намалија за 10%, а паниката меѓу штедачите предизвика и колапс на втората најголема банка во домашна сопственост, „ParexBank“. Заздравувањето на економијата ќе беше неможно без финансиската помош од 7,5 милијарди евра, која ја обезбедија меѓународните кредитори (ММФ, Светската банка, ЕУ, нордиските земји и Чешка). Латвија повторно се врати на патеката на економскиот раст, но никогаш нема да ја заборава цената која ја плати за прекумерната експанзија финансирана со странски банкарски заеми.

5.3.3. Словенија

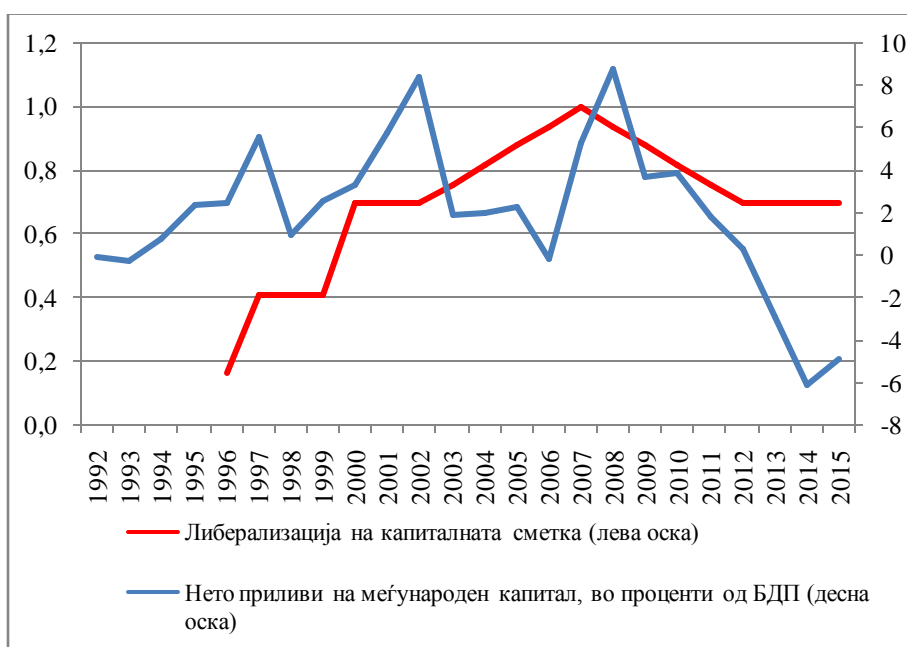
Словенија е пример за мала европска економија, која отсекогаш негувала конзервативен пристап во однос на либерализација на капиталните трансакции и придобивките од нето-приливите на меѓународниот капитал. Угледни словенечки економисти, како на пример Јоже Менцингер, одеа со своите тврдења и дека преовладуваат негативни ефекти од нето-приливите на меѓународниот капитал, особено доколку станува збор за СДИ во форма на припојувања и спојувања (Mencinger 2003). За разлика од другите централно-европски економии, Словенија беше релативно непозната на меѓународната инвестициска карта, многу веројатно, поради малата економија, административните бариери и бавниот развој на пазарот на капитал (Vole, 1999; Orplotnik 2003). Од тие причини и не беа регистрирани позначајни нето-приливи на меѓународниот капитал. Освен тоа, Словенија беше исклучително претпазлива во приватизацијата на сегменти од јавниот сектор, цврсто опстојувајќи да не внесува промени во сопственичката структура на јавните претпријатија и акционерските друштва во државна сопственост.

Со исклучок на 2002 година, нетоприливите на СДИ во словенечката економија изнесуваа околу 1% од БДП (Графикон 37). Доминантна форма на прилив на странскиот капитал беа задолжувањата на словенечките компании во странство, а странските портфолио-инвестиции

речиси беа отсутни. Од 2003 година до кризната 2008 година, словенечките инвеститори беа многу активни во Европската унија и регионот на Југоисточна Европа, поради што беа забележани просечни нето-одливи на странски портфолио инвестиции од 4,6% од БДП.

Либерализацијата на капиталните трансакции напредуваше со забрзано темпо, сè до ескалацијата на глобалната финансиска криза во 2007-08 година, но потоа, следувааше бран контроли на капиталот и затегнување на условите за нето-приливи и одливи на капитал од словенечката економија (Графикон 37).

Графикон 37. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Словенија, 1992-2015 година



Извор: Конструирани врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Од нејзиното осамостојување до денес, во Словенија е забележан релативно мал кумулативен прилив на СДИ. Така на пример, акумулираниот износ на нето СДИ на крајот на 2015 година изнесуваше само 27,7% од БДП (извор: UNCTAD, 2016 година), што претставува едно од најниските остварувања во европски рамки.³¹ Тоа не се должи на неповолната бизнис-клима или други ограничувачки фактори, туку на исклучително внимателниот пристап во приватизацијата на словенечките компании во државна сопственост.

³¹ Според податоците на UNCTAD (2016), само Грција и Италија имаат помал кумулативен износ на нето-приливи на СДИ („Inward FDI Stock“) од Словенија.

Централната банка на Словенија во периодот по осамостојувањето вршеше интервенции на девизниот пазар, спроведуваше стерилизација преку операциите на отворениот пазар и практикуваше контроли на задолжувањата во странство, со цел да ги ублажи потенцијално негативните ефекти од нето-приливите на меѓународниот капитал. Оттука, економскиот раст на Словенија во периодот од 1994 до 2004 година беше доминантно базиран на домашната акумулација, односно домашното штедење.

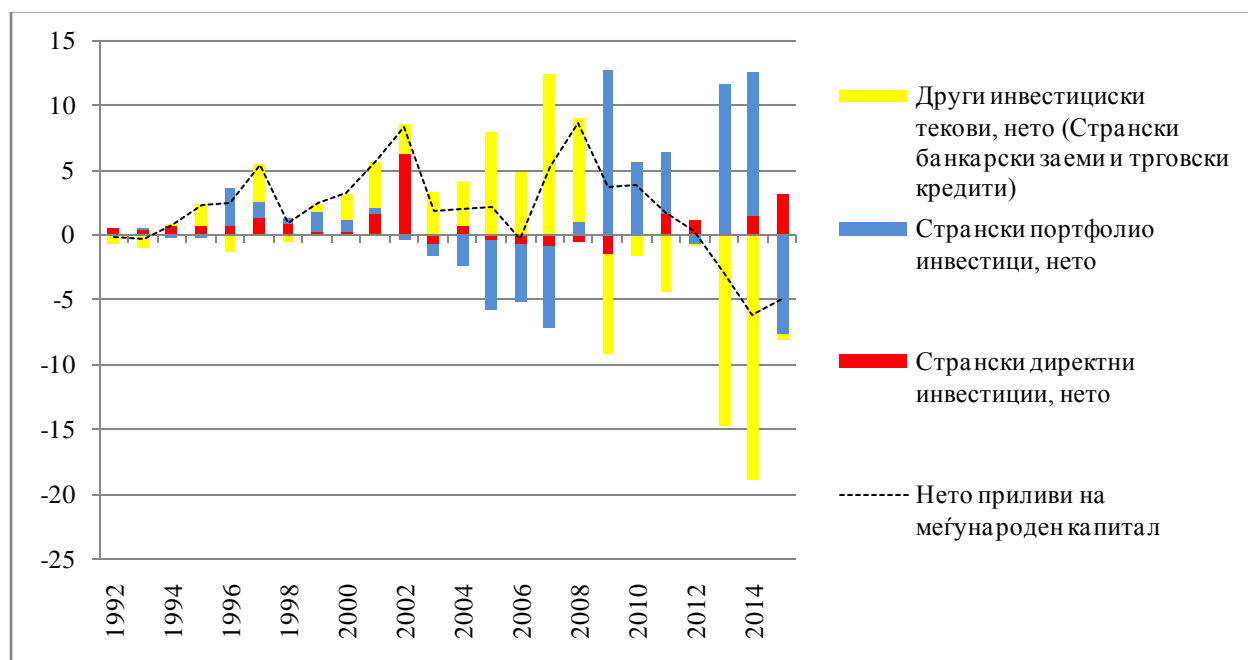
Влезот на Словенија во Европската унија отвори ново поглавје, меѓу другото, и во однос на нејзината изложеност кон финансиската глобализација. Оваа мала европска економија брзо ги елиминираше контролите на капиталот и ја либерализираше капиталната сметка на билансот на плаќања. Тоа овозможи рапидно задолжување на словенечките компании во странство, особено во периодот од 2004 до 2007 година, што создаде и голема валутна неусогласеност во банкарскиот сектор. Словенечката економија беше во прекумерна експанзија, достигнувајќи стапка на реален раст на БДП од 6,9% во 2007 година. Просечната стапка на раст на кредити кон компаниите во периодот од 2005 до 2008 изнесуваше 23%, а долгот на компаниите од 100% од БДП во 2005 година се подигна на 144% од БДП во 2010 година. Енормниот пораст на корпоративното задолжување во странските банки ја разниша финансиската стабилност, поради што Словенија претрпе сериозни последици од глобалната финансиска криза во 2008 година.

Не само странските банки, туку и словенечките комерцијални банки во државна сопственост во периодот пред кризата одобруваа кредити под прилично релаксирани услови (Графикон 38). Ваквата сериозна структурна слабост во домашниот финансиски систем дојде до израз во екот на кризата, кога дојде до ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал во Европа.

Словенечките компании беа високо задолжени, со сериозни проблеми во сервисирањето на долгот кон банките. Процентот на нефункционални кредити (или лоши заеми) се зголеми рапидно во краток период, што предизвика остро забавување на кредитната активност и пораст на загубите на банкарскиот сектор. Падот на економската активност брзо се преслика во банкарска и фискална (должничка) криза.

Владата на Република Словенија одлучи да спроведе итна рекапитализација на системски важните државни банки во вкупна вредност од 12% од БДП, која опфаќаше санација на шест големи државни банки. Кон крајот на 2012 година, нивните нефункционални кредити беа префрлени на управување во посебно формираното Друштво за управување со банкарски средства, кое е пандан на агенција за санација на банкарскиот сектор.

Графикон 38. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Словенија, 1992-2015 година (во проценти од БДП)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Спроведените мерки за рекапитализација на банкарскиот сектор и фискална консолидација вродија со плод по три години. За првпат по кризата, словенечките банки забележаа мала профитабилност, а нефункционалните кредити се намалија на ниво од 9,7% на крајот на 2015 година. Во програмата за економска ревитализација е предвидена и приватизација на неефикасните државни банки. Така, во април 2016 година беше продадена четвртата најголема „Nova KBM“ банка, а во подготовка е и приватизацијата на третата најголема комерцијална банка, NLB („Нова љубљанска банка“). Според словенечките власти, прекумерната државна сопственост во банкарскиот сектор е пречка за економскиот развој и од тие причини, во претстојниот период ќе следува приватизација и на двете најголеми банки.

Примерот на Република Словенија покажува дека рапидното задолжување на словенечките компании во странска валута во периодот на прекумерна економска експанзија донесе многу повеќе ризици отколку користи од либерализацијата на капиталните трансакции. Ако се исклучи Грција, Словенија имаше најголем пад на економската активност по кризата во 2008 година. Словенечката економија доживеа и повторена рецесија, но конечно во 2015 година успеа да се консолидира. Во посткризниот период следувааше задолжување на државата преку емисија на

државни хартии од вредност, што статистички се евидентира како нето-прилив на странски портфолио-инвестиции. Истовремено, се одвива процес на раздолжување на словенечките банки и компании, што во целина, резултира со нето-одлив на капитал од словенечката економија од 2012 година до денес. Случајот на Словенија останува како пример на економија, која дозволи брз пораст на корпоративното задолжување во странство во пресрет на глобалната финансиска криза во 2007-08 година, но потоа плати висока цена со ненадејното запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал.

5.4. Должничката криза во периферните економии на Европската унија

Должничката криза во периферните економии на ЕУ е пример дека прекумерното потпирање на нето-приливите на меѓународниот капитал во форма на задолжување (продажба на должнички хартии од вредност или класични банкарски заеми) може да доведе донеповолни последици, особено доколку постојат структурни слабости во економијата и доколку намената на средствата е првенствено за потрошувачки цели. Постојат различни дефиниции за периферните европски економии, но најчесто тука се вбројуваат Грција, Италија, Ирска, Шпанија, Португалија и Кипар.³² Овие економии искусија прекумерен наплив на странски капитал, претежно од европските мултинационални банки и компаниите од јадрото на евро зоната. Во повеќето од нив странскиот капитал беше користен за финансирање на потрошувачката, далеку над можностите на јавниот и приватниот сектор. Приливите на странскиот капитал во голема мера беа од должничка природа. Тие беа потребни за финансирање на дефицитот на тековната сметка во платниот биланс, кој постојано се продлабочуваше во чекор со сè поголемиот увоз на добра и услуги. Со ескалацијата на глобалната финансиска криза, дојде до ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал, брзо нарушување на довербата на инвеститорите во капацитетот за сервисирање на обврските и рапидно зголемување на долгот како процент од БДП. Цената која сегашните и идните генерации ќе ја плаќаат за досегашната потрошувачка над доходните можности, во голема мера ќе зависи од волјата на кредиторите за репрограмирање или отпишување на дел од долговите, како и од структурните реформи и макроекономските политики, кои ќе се спроведуваат во претстојниот период.

³²Во честа употреба е и pejоративниот термин „PIGS“ (Portugal, Ireland, Greece and Spain), но поради неговата навредлива конотација, истиот нема да биде користен.

За жал, досегашните искуства се далеку од охрабрувачки. Во првиот чин на европската должничка драма се спроведуваше политика на остро штедење (austerity), главно по препорака на меѓународните финансиски институции. Идејата беше преку спроведување на сериозна фискална консолидација да се уверат странските инвеститори и кредитори дека европските периферни економии имаат капацитет за сервисирање на долгот, да се смири паниката на финансиските пазари и да се овозможи амбиент за структурни реформи. Економиите кои планираа најголема фискална консолидација (кратења на буџетските расходи во комбинација со мерки за зајакнување на буџетските приходи) покажаа најслаби резултати во поглед на економскиот раст.

Тековите на европскиот капитал од јадрото кон периферијата на еврозоната во екот на кризата разоткрија не само структурни слабости и внатрешни нерамнотежи во земјите должнички, туку и сериозни дефекти во системот на единствената европска валута. Економиите од јадрото на еврозоната остваруваа високи трговски суфицити и суфицити на тековната сметка, додека европските периферни економии бележеа длабоки трговски дефицити и дефицити на тековната сметка. Трговскиот суфицит на моќните економии од јадрото на еврозоната донесуваше девизни приливи, од кои дел, се враќаа назад кон периферните европски економии, во форма на прилив на странски капитал. Во една исклучително поедноставена илустрација, доколку португалскиот резидент купи германски автомобил од марката „Volkswagen AG“, тогаш СР Германија ќе забележи пораст на извозот и трговски суфицит, додека Шпанија ќе забележи пораст на увозот и трговски дефицит. Ако сите фактори останат непроменети, приливот од трговскиот суфицит на компанијата „Volkswagen AG“ во германската комерцијална банка „Deutsche Bank“, би можел да се пласира назад кон истиот или некој друг португалски резидент во форма на потрошувачки кредит.³³ На тој начин, асиметриите во трговските текови релативно брзо се пресликуваат во

³³Укинувањето на контролите на капиталот во осумдесеттите и деведесеттите години на минатиот век, како и хармонизацијата на финансиската регулатива на ниво на Европската унија, овозможија поволен амбиент за воведување на единствената наднационална валута. Сепак, повеќето академски економисти со право укажуваа дека и покрај политичката волја, во Европа не се исполнети сите услови за создавање оптимално валутно подрачје. За разлика од Европа, американската економија ги исполнува претпоставките за воведување оптимално валутно подрачје. Во одбрана на политичките аспирации за монетарно обединување на Европа се разви посебна теорија на ендогено оптимално валутно подрачје, според која, дури и ако на почетокот не се исполнети условите, со елиминирањето на валутниот ризик, ќе се стимулира силен пораст на трговијата и тековите на капиталот. На тој начин, *ex post* ќе се задоволат условите за оптимално валутно подрачје. Во однос на прашањето дали навистина може да се очекува *ex post* исполнување на условите за оптимално валутно подрачје, се профилираа два силно спротивставени табори. Едниот табор, предводен од нобеловецот Пол Кругман, смета дека единствената европска валута само ќе ги продлабочи разликите меѓу европските кредитори и должници и ќе придонесе за дивергенција на нивните економски перформанси. Според оваа група економисти, слободното движење на добрата, услугите и капиталот ќе придонесат за специјализација на економиите, одвојување на деловните циклуси и различни реакции на надворешните шокови. Вториот табор на економисти, познат и како гледиште на Европската комисија, ја застапува тезата дека монетарната унификација на Европа ќе придонесе за синхронизација на деловните циклуси и за потребата од единствен одговор на надворешните шокови.

асиметрии во нето-приливите на меѓународниот капитал. Сепак, важно е да се напомене дека постојат интертемпорални буџетски ограничувања, односно граници на задолжувањето, над кои се преминува толеранцијата на финансиските пазари. Со нивното пречекорување, периферните европски економии стануваат многу ранливи, а финансиските инвеститори исклучително сензитивни и претпазливи при инвестирањето или позајмувањето. Во основа, европската должничка драма беше криза на довербата во европскиот монетарен систем, како и во капацитетот на европските периферни економии редовно да ги сервисираат обврските во однос на должничкиот капитал.

5.4.1. Грција

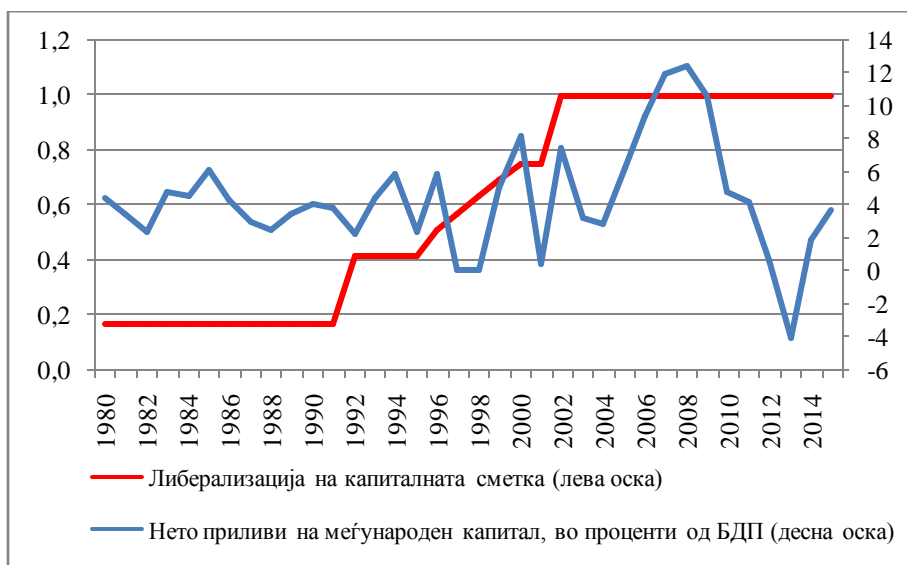
Грчката финансиска трагедија веќе подолго време е главна тема во светските медиуми и потсетник за ризиците од прекумерното потпирање на странскиот капитал, првенствено во форма на странско задолжување. Грција е европска економија со најмал износ на кумулативни нето-приливи на СДИ, кој на крајот на 2015 година изнесуваше само 9,1% од БДП (Графикон 39). Според бројни влијателни студии за меѓународните финансии и нето-приливите на меѓународниот капитал во Република Грција, странскиот капитал никогаш не бил цврсто поврзан со инвестициската побарувачка, туку на против, нераскинливо поврзан со падот на националното бруто-штедење. За разлика од Португалија, каде падот на штедењето беше и кај приватниот и кај јавниот сектор, во случајот на Грција, падот првенствено се должеше на намалувањето на приватното штедење. Ако во осумдесетите години на XX век приватното штедење беше во просек 21% од БДП, веќе во периодот пред воведувањето на еврото, тоа се намали на 14,4% од БДП (просек за периодот од 1996 до 2001 година). Загрижувачки беше фактот дека падот на приватното штедење се должи главно на намалувањето на задржаната заработувачка на компаниите, а помалку на падот на штедењето на домаќинствата.

Влезот на Грција во еврозоната на 1 јануари 2001 година ниту оддалеку не навестуваше ваков радикален тек на настаните, иако за волја на вистината, и тогаш постоеја сомнежи околу „фризирањето“ на некои макроекономски податоци. Во тој период на прекумерен ентузијазам се веруваше дека прифаќањето на европската наднационална валута ќе ги собори високите инфлациски очекувања, ќе ги елиминира големите осцилации на девизниот курс на драхмата и ќе ги елиминира шпекулативните напади на драхмата, кои често се случуваа во осумдесетите и деведесетите години на минатиот век. Меѓу мотивите за зачленување во еврозоната беа и

очекувањата дека ќе се снижат премијата за ризик и номиналните каматни стапки, што ќе ги намали трошоците на позајмување на глобалниот пазар на капитал.

Во периодот пред зачленувањето во еврозоната, потрошувачките кредити се зголемија од 1,6% од БДП во 1995 година на 6% од БДП во 2001 година, а хипотекарните кредити од 4,5% од БДП на 12% од БДП. Во последните страници на историјата на грчката драхма, во Грција влегуваа нето-приливи на СДИ од европските економии, а таа силно инвестираше во Југоисточна Европа и во медитеранските земји. Поинаку кажано, нето-приливите на СДИ беа позитивни и мали, иако во основа, стануваше збор за обилни бруто-приливи и одливи на СДИ. Елиминирањето на девизниот ризик и истовремената меѓународна финансиска интеграција и либерализација на капиталните трансакции овозможија олеснет пристап до странските пазари на капитал (Графикон 39).

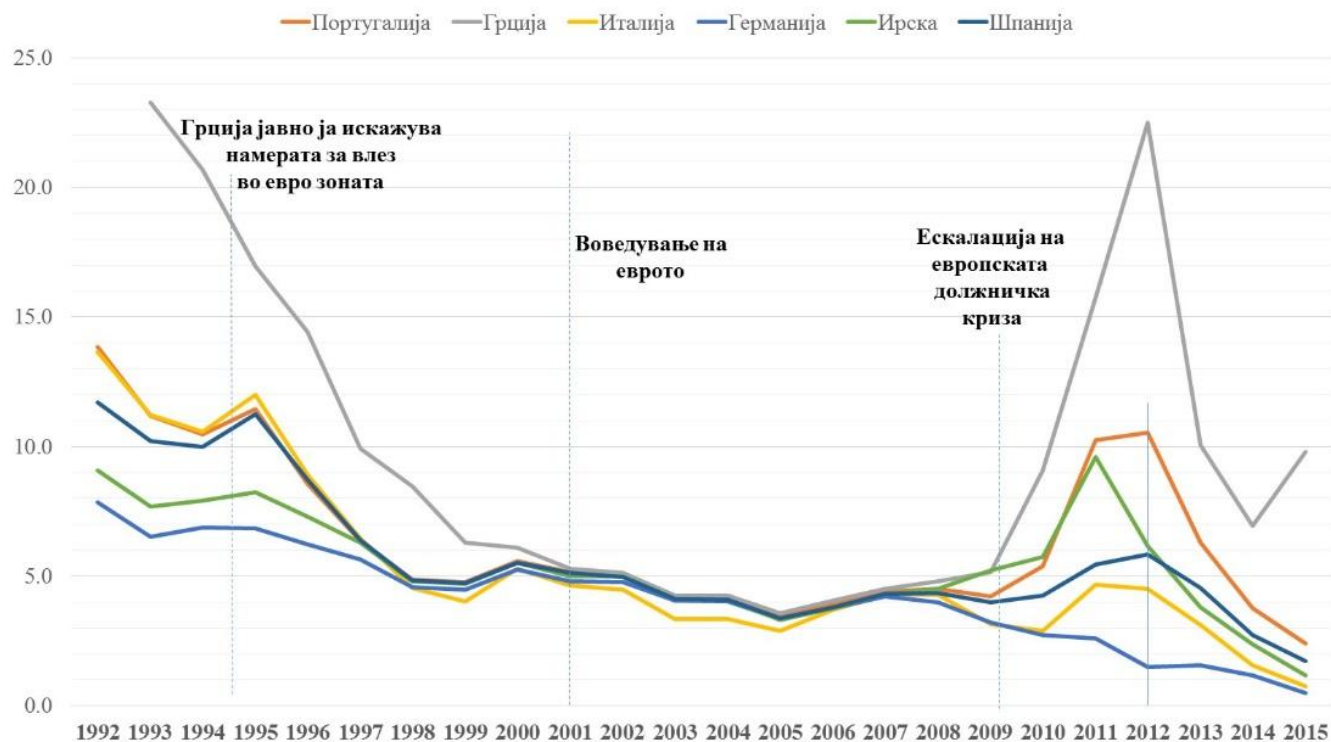
Графикон 39. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Грција, 1980-2015 година



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Веднаш по официјалното обелоденување на намерата за зачленување во еврозоната, номиналната долгорочна каматна стапка во Грција на десетгодишните обврзници се симна на нивото, кое преовладуваше во напредните европски економии (Графикон40).

Графикон 40. Каматни стапки на десетгодишните државни обврзници на одбрани членки на еврозоната, 1992-2015 година (во проценти)

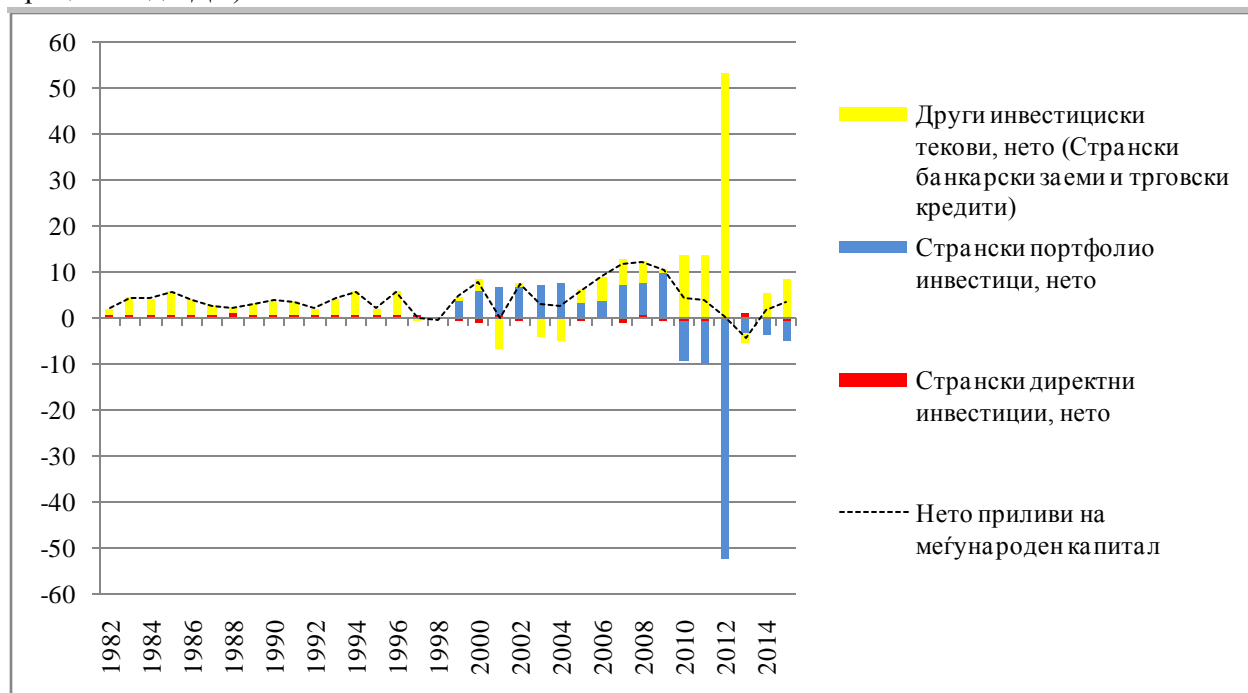


Извор: International Financial Statistics, The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Започна ерата на наплив на странски портфолио-инвестиции, а подоцна и банкарските заеми (Графикон 41), дури и во услови на ниска вкупна факторска продуктивност. Најголем дел од странските портфолио-инвестиции беа купувања на државни обврзници издадени од Република Грција од страна на странските инвеститори, што подоцна ќе се покаже како важен дел од заплетот и расплетот на грчката финансиска криза.

Оваа стратегија на економски раст беше неодржлива од самиот почеток, но стана очигледна со ерупцијата на глобалната финансиска криза. Грција беше оставена на милост и немилост на финансиските пазари, поради што беше принудена да се обрати до меѓународните финансиски институции, односно популарната „Тројка“ (Европската централна банка, Европската комисија и Меѓународниот монетарен фонд). Според многумина аналитичари, од кои дел длабоко завлегуваат во теориите на заговор, во спасувачката финансиска операција на Тројката не се спасуваше грчката економија, туку странскиот капитал (портфолио-инвестициите) на европските, и пред сè, француските банки.

Графикон 41. Структура на нето-приливите на странски капитал во Грција, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Ioannides and Pissarides (2015) укажуваат дека грчката економска криза е криза и на агрегатната понуда и на агрегатната побарувачка. Според нив, дури и кога целосно би бил отпишан јавниот долг на Грција, грчката економија не би имала доволно сила да генерира одржлив економски раст. Дури ни пакетот финансиска помош и наметнатите болни реформи не вродија со плод. Рестриктивната фискална политика создаде негативни фискални мултипликатори, кои имаа погубно влијание врз производството.

Поради сериозно разнишаната доверба во финансискиот систем на Грција и можното напуштање на еврозоната, грчката економија се соочи со масовно бегство на капиталот. Многу грчки резиденти ги пренесуваа своите депозити во странски, претежно европски, банки, плашејќи се од страотен расплет на грчката финансиска криза. Без финансиската поддршка на „Тројката“, грчката економија ќе беше принудена да прогласи мораториум на отплатата на долговите кон странство, со несогледливи последици по репутацијата на земјата и благосостојбата на граѓаните.

5.4.2. Ирска

Република Ирска е пример за економија, која е подложна на исклучително нестабилни и варијабилни нето-приливи на меѓународниот капитал во изминатава деценија, придружени со спектакуларни пресврти во структурата на странскиот капитал.

По Втората светска војна, Ирска ја смируваше својата глад за странски капитал преку Маршаловиот план за обнова на разрушената Европа, продажбата на државни хартии од вредност во странство, надворешно позајмување на претпријатијата во државна сопственост, како и нови приливи на СДИ (види повеќе кај Mcaleese 1968).

Почнувајќи од седумдесетите години на минатиот век, ирските влади спроведуваа конзистентна и континуирана политика на привлекување странски инвестиции, кои беа првенствено насочени кон индустријата и имаа извозна ориентација. Тие го охрабруваа формирањето на силни индустриски кластери, кои ќе бидат насочени кон асимилација и дизајн на високи технологии. Трансферот на технологија го поттикнуваше порастот на извозот на добра и услуги, ја зголемуваше ефикасноста на компаниите и во крајна линија, го забрзуваше економскиот развој на Ирска. Влезот на Ирска во тогашната Европскаекономска заедница на 1 јануари 1973 година дополнително ги охрабри инвеститорите, дури и надвор од самата Заедница, да ги лоцираат своите производствени капацитети во неа. Ирска прераснуваше во **ниско-трошочна** платформа во Европа за зрелите и веќе докажаните американски компании.

На почетокот, политиката на СДИ негуваше селективен пристап, односно странските инвеститори беа посакувани во високотехнолошките индустрии (особено електрониката и фармацевтската индустрија), а ирските компании беа заштитувани во традиционалните сектори. Големiot недостиг на работна сила во шеесетите и седумдесетите години на минатиот век во Западна Германија принуди и многу германски компании да инвестираат во неа. Ирските влади посветуваа многу внимание на привлекувањето инвестиции во неискористените пазарни потенцијали и сегменти, во идентификувањето на компании со солидни перспективи за раст и во понудувањето низа даночни и други поволности.

Паралелно со овие напори, се одвиваше модернизација и подобрување на квалитетот на образовниот систем, со цел да им се понудат квалитетни човечки ресурси на странските инвеститори. Поинаку и не можат да се објаснат одлуките на американските гиганти „Microsoft“, „Dell“ и „Intel“ да инвестираат во електрониката и високите технологии токму во Ирска.

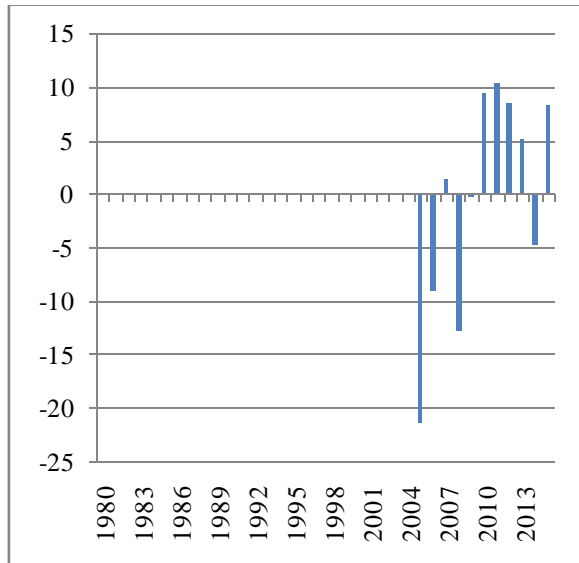
Неодамнешниот спор меѓу гигантот од информатичката технологија, „Apple Inc.“ и Европската комисија околу (не)правилно искористените даночни поволности во ирската економија, уште еднаш потсети на храбрата либерализација на капиталните трансакции и

агресивниот пристап на Ирска во привлекувањето на странските инвестиции. Ниските даночни стапки и низата даночни поволности, квалитетната и едуцираната работна сила, пријателски настроеното деловно окружување, а според многумина и општата употреба на англискиот јазик, беа само дел од факторите кои стоеја зад подемот на келтскиот економски тигар.

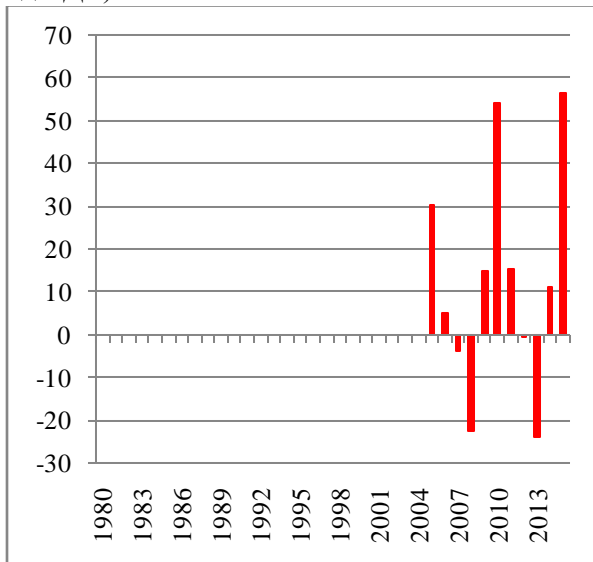
Графикон 42. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Ирска, 1980-2015 година



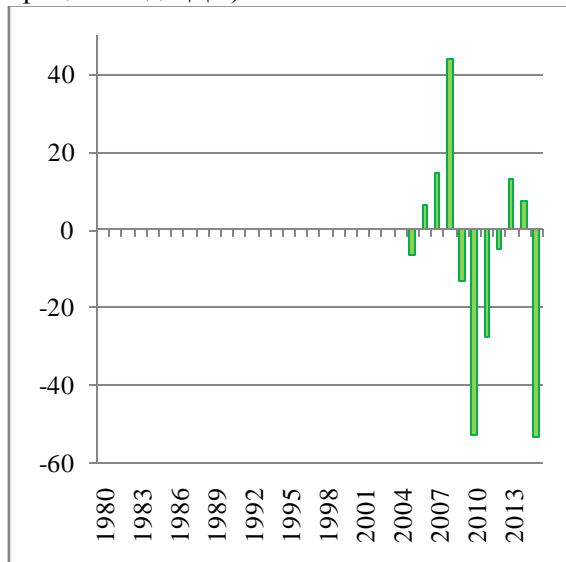
Графикон 43. Странски директни инвестиции (нето) во Ирска, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Графикон 44. Странски портфолио-инвестиции (нето) во Ирска, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Графикон 45. Други инвестициски текови (нето) во Ирска, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Сепак, Ирска беше од оние економии кои беа извидница на финансиската глобализација, односно се потпираа на исклучително високи износи на странски капитал (Графикони 42-45). Прекумерната изложеност на финансиска глобализација имаше свои поволни, но и лоши страни. Оваа констатација особено се однесува на банкарската хиперглобализација, која се карактеризираше со непропорционално израснат банкарски систем во однос на големината на реалната економија. Со избувнувањето на глобалната финансиска криза во 2007-08 година, странските банки во Ирска ги замрзнаа кредитните активности и масовно го повлекуваа капиталот во централите, доведувајќи ја земјата во најголемата финансиска криза во нејзината економска историја (Frost, Goggin, and O'Brien 2014). Реалниот БДП во 2008 и 2009 година се намали за 4,4% и 4,6%, респективно, а втората рецесија следуваше во 2011 и 2012 година.

Главниот структурен проблем на ирската економија во услови на глобална финансиска криза беше разнишаниот банкарски систем, кој беше предимензиониран во однос на реалната економија. Активата на банкарскиот систем се зголеми од 190% од БДП во 2003 година на дури 500% од ирскиот БДП во 2009 година. Овој финансиски колос не можеше да се „додржи на нозе“ ниту со помошта за итна ликвидност од европските финансиски институции, а уште помалку со инструментите кои се на располагање на ирската централна банка. Во услови на масовно повлекување на капиталот, ирската влада изврши рекапитализација на банкарскиот сектор во износ од 20% од БДП, со што банкарската должничка криза презеде размери и на суверена должничка криза. Фискалниот дефицит во 2010 година порасна на 32% од БДП, а јавниот долг веднаш скокна на 99% од БДП. Со вака влошена фискална позиција, сосема очекувано, се зголемија и премијата за ризик и каматните стапки на државните хартии од вредност. Тоа резултираше во значително намален пристап до надворешното финансирање и за јавниот и за приватниот сектор.

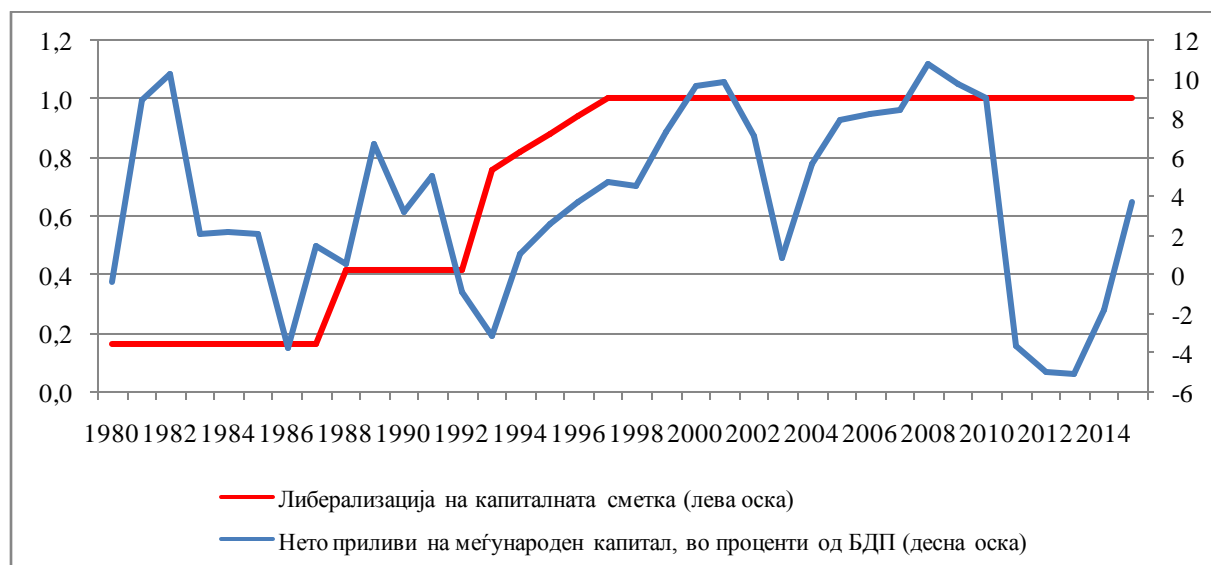
Проблемите во Ирска се закануваа брзо да се пренесат во еврозоната. Првиот можен канал на финансиско „заразување“ беа банкарските кредити. Германските банки беа изложени во Ирска со 113 милијарди евра, британските банки со 107 милијарди евра, американските банки со 47 милијарди евра, француските со 36 милијарди евра, а белгиските банки со 24 милијарди евра (извор: ММФ, 2010). Вториот можен канал на финансиско „заразување“ беа странските портфолио-инвестиции. Најголемите портфолио-инвеститори во Ирска беа: Обединетото Кралство (134 милијарди евра), СР Германија (112 милијарди евра), Франција (95 милијарди евра) и САД (83 милијарди евра).

Закрепнувањето на ирската економија ќе беше неможно без силната финансиска помош од: (1) Европскиот механизам за финансиска стабилизација, Европскиот фонд за финансиска стабилност и билатералните кредити од Обединетото Кралство, Данска и Шведска во вкупна вредност од 45 милијарди евра, како и (2) од ММФ, кој на 16 декември 2010 година одобри тригодишен аранжман за проширено финансирање во вредност од 22,5 милијарди евра. Заедно со депозитите на ирската влада, финансискиот пакет за стабилизација изнесуваше 85 милијарди евра. Од денешен аспект, финансиската операција за стабилизирање на ирската економија и враќање на довербата кај пазарните учесници се покажа клучна во обновувањето на растот на ирската економија.

5.4.3. Португалија

Португалија е периферна европска економија, која постепено ја либерализираше капиталната сметка во доцните осумдесети и раните деведесети години на минатиот век. Во 1997 година, во пресрет на зачленувањето во еврозоната, воведо целосна либерализација на капиталните трансакции, прикажана преку црвената линија и левата оска на Графиконот 46.

Графикон 46. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста намеѓународните нето-текови на капиталот во Португалија, 1980-2015 година

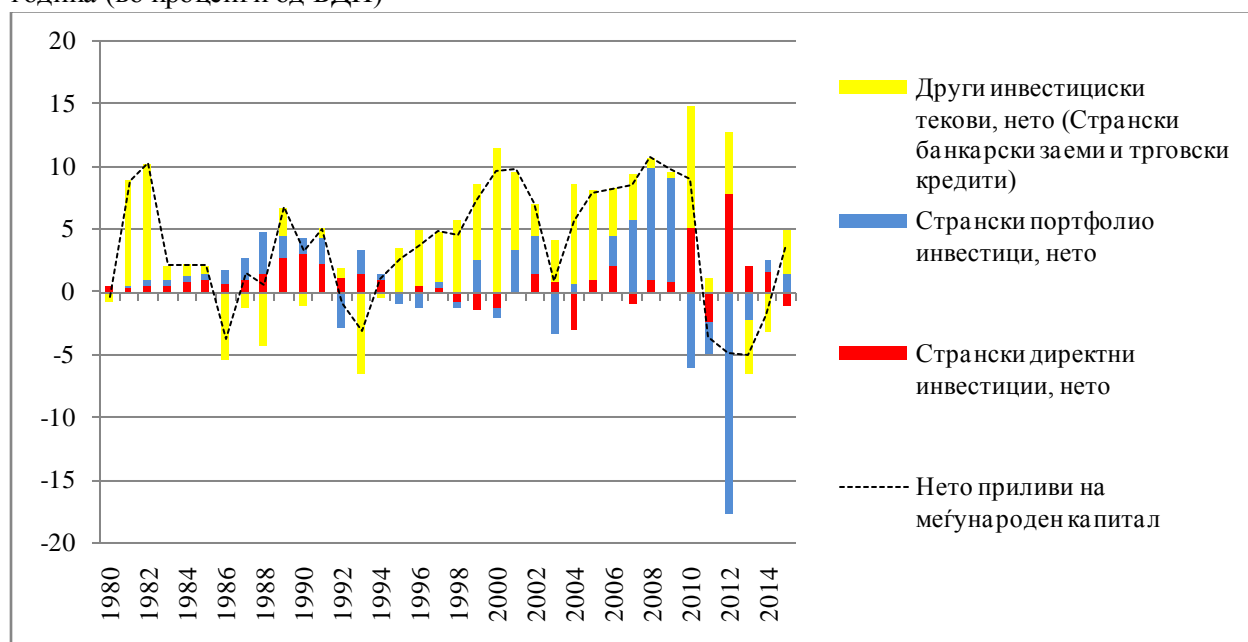


Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Приливот на странски капитал во Португалија првенствено се реализира во форма на странски портфолио-инвестиции и странски банкарски заеми, со многу мало учество на СДИ (Графикон 47). Ако на почетокот на деведесетите години од минатиот век нето-приливите на меѓународниот капитал изнесуваа околу 2-3% од БДП, тие во 2000 и 2001 година достигнаа 10% од БДП. На што се должеше огромниот скок? Иако Португалија стана членка на ЕУ во 1986 година, таа на почетокот на деведесетите години имаше низок економски раст, низок раст на вкупната факторска продуктивност, висока стапка на невработеност и низок степен на либерализација на капиталните трансакции. Неефикасната употреба на буџетските средства и падот на домашното штедење резултираа во нови задолжувања и брз пораст на јавниот долг.³⁴ Само една третина од нето-приливите на меѓународниот капитал завршуваше за финансирање на инвестициите, додека две третини од нив се должеа на падот на приватното штедење. Во рамките на приватното штедење, особено беше драматичен падот на штедењето на домаќинствата, кој резултираше во брз пораст на задолженоста на домаќинствата од 40% од БДП во 1995 година на 93% од БДП во 2001 година.

³⁴Пропустите во реализацијата на инфраструктурните проекти во јавниот сектор на Португалија, високите бонуси на високорангираните државни службеници, прекумерните вработувања во јавниот сектор, неефикасната употреба на Европските структурни и кохезиони фондови се сметаат за главните фактори за зголемувањето на јавниот долг.

Графикон 47. Структура на нето-приливите на меѓународниот капитал во Португалија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

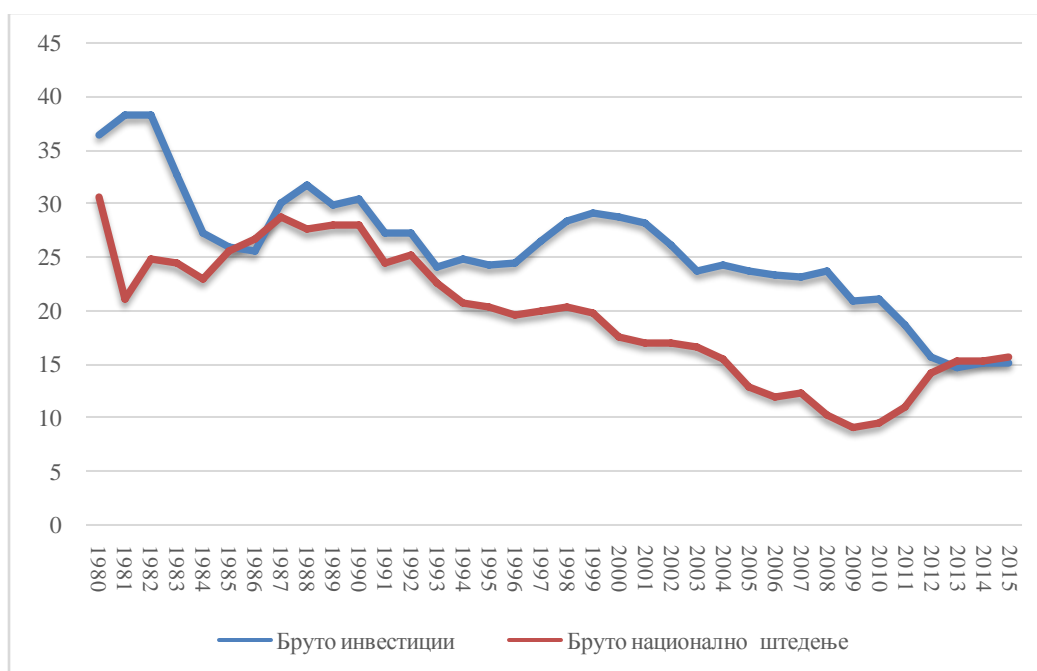
Освен непосредно по влезот на Португалија во ЕУ во 1986 година, никогаш не беа регистрирани значајни нето-приливите на капитал по основа на СДИ. Од 1996 до 2011 година беа и негативни во најголем број години, односно португалската економија се соочуваше со одливи на капитал, односно СДИ, претежно во Бразил (околу 40%) и ЕУ (околу 15%). Во тој период се јави интересен феномен на трансформација на приливите од странските портфолио-инвестиции во одливи на СДИ од Португалија. Имено, португалските фирми издаваа корпоративски обврзници деноминирани во евро на европскиот пазар на капитал, а потоа средствата во форма на СДИ ги инвестираа претежно во Бразил.

Според тоа, португалската приказна на нето-приливите на меѓународниот капитал е поврзана со ниското домашно штедење и нивната неповолна употреба, првенствено за потрошувачки цели и многу малку за поддршка на инвестициската активност (Графикон 48). Ваквите трендови во португалската економија беа овозможени со целосната либерализацијата на капиталните трансакции во 1997 година, која создаде услови за намалување на номиналните краткорочни каматни стапки од 16% во 1992 година на само 4% во 2001 година и на реалните каматни стапки од 6% во 1992 година на близу 0% во 2001 година. Ако во 1980 година Португалија имаше национално бруто-штедење од 30% од БДП, тоа во 2010 година изнесуваше

само 10% од БДП. Странската акумулација беше главно користена за дополнување на ниското национално штедење. Имајќи го предвид и долгорочниот пад на бруто-инвестициите, произлегува дека најголем дел од нето-приливите на меѓународниот капитал завршуваше за потрошувачки цели, што ја правеше португалската економија сè поранлива на надворешни шокови, што не остана незабележано од странските инвеститори.

Прифаќањето на еврото во Португалија донесе значително намалување на премијата за ризик на земјата. Португалските банки преку своите подружници масовно емитуваа обврзници на меѓународниот пазар на капитал, деноминирани во евра и со рок на доспевање од 3 до 5 години (Blanchard and Giavazzi 2002). Земјата се задолжуваше со забрзано темпо, уживајќи ги сите придобивки на членството во европската монетарна унија.

Графикон 48. Долгорочниот пад на националното бруто-штедење и бруто-инвестициите во Португалија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Американската хипотекарна криза во 2007 година и нејзиното брзо прелевање на европска почва создаде огромни проблеми за португалските влади. Високото ниво на задолженост и на приватниот и на јавниот сектор во услови на глобална финансиска криза ги загрижи странските инвеститори. Премијата за ризик на земјата скокна, а трошоците на идните позајмувања станаа

неодржливи, поради што Португалија мораше да се обрати до ММФ за аранжман во вредност од 26 милијарди евра. Финансиската поддршка дојде со бројни услови, кои наметнуваа политики на ригорозно штедење (austerity), кое меѓу другото, опфаќаше и намалување на буџетскиот дефицит од 10% од БДП во 2010 година на само 3% од БДП во 2013 година.

Европската должничка криза ги ескалираше ризиците од меѓународната финансиска интеграција и ја истакна потребата од внимателно користење на нето-приливите на меѓународниот капитал. Неповолната меѓугенерациска прераспределба се отсликува во цената, која ја плаќаат сегашните генерации Португалци, како резултат на прекумерната потрошувачка (ниското штедење) во изминатите две децении. Од друга страна, членството во еврозоната не дозволува корекција на девизниот курс преку девалвација, така што преостанатите опции се: (1) „конкурентска дезинфлација“ и интерна девалвација, преку намалување на номиналните плати и снижување на трошоците на работна сила, или (2) раст на вкупната факторска продуктивност. Тие се единствените патишта за подигнување на конкурентноста на португалската економија и зајакнување на нејзиниот капацитет за сервисирање на долговите (види повеќе кај Blanchard 2007).

5.4.4. Шпанија

Случувањата во шпанската економија во периодот по глобалната економска криза предизвикаа голем интерес кај академската, политичката и пошироката јавност, со оглед дека таа е четврта најголема економија во евро зоната и Европската унија. Кралството Шпанија е исто така и периферна европска економија, која во изминатите децении остваруваше исклучително висок дефицит на тековната сметка на билансот на плаќања. Тој се финансираше преку обилни приливи на странски капитал, и тоа претежно должнички капитал, поради што шпанската економија стануваше сè поранлива. Она што го прави интересен случајот на Шпанија е високото учество на странски инвестиции во секторот недвижности, кој се наоѓа на петтата позиција во секторската распределба на СДИ.³⁵

Почнувајќи од средината на деведесетите години на минатиот век, Шпанија е практично нето-должник, кој ги искористи сите предности на намалените каматни стапки по влезот во еврозоната. Многу студии укажуваат дека елиминирањето на валутниот ризик во еврозоната придонесе за релаксирање на кредитните услови и силен пораст на задолжувањето од страна на домаќинствата, компаниите и владата. Голем дел од странскиот капитал се насочуваше во

³⁵ Најголемите СДИ во Кралството Шпанија, на кумулативна основа, беа остварени во: енергетиката, металната и металопреработувачката индустрија, трговијата, финансиските услуги и секторот на недвижности.

резиденцијалниот сектор, поради што цените на недвижностите во преткризниот период се зголемија од 2001 година до 2008 година за дури 80%. Практично стануваше збор за ценовен меур, односно прекумерен пораст на цените на недвижностите во релативно краток период. Туризмот генерираше 5,6% од БДП на Шпанија во 2014 година, додека странските инвестиции во секторот недвижности финансираа околу 15% од дефицитот на тековната сметка на билансот на плаќања на Шпанија.

За само неколку посткризни години, овие цени се симнаа на нивото, на кое беа во 2003 година (Графикон 49).

Графикон 49. Просечна цена на квадратен метар резиденцијален простор во Шпанија, 2001-2016 година (евра за квадратен метар)



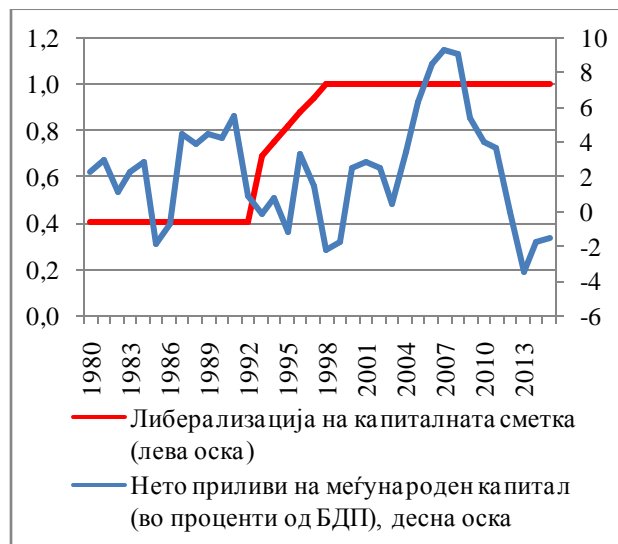
Извор: Global Property Guide, www.globalpropertyguide.com, 2016 година.

Најголемите нето-приливи на СДИ во Шпанија доаѓаат од: САД, Луксембург, Холандија, Франција, Велика Британија, СР Германија, Мексико, НР Кина (вклучувајќи го и Хонг Конг), Швајцарија и Португалија. СДИ одиграа главна улога во модернизирањето на шпанската економија во изминатите три децении (Графикони 50-53). Тие беа привлечени од политиката на отвореност кон економската глобализација, одличната инфраструктура, едуцираната и квалитетната работна сила, големиот домашен пазар, извозните можности кон Латинска Америка и потенцијалот за економски раст.³⁶ За споредба, автомобилската индустрија во Шпанија е речиси во целосна странска сопственост. Странските инвеститори учествуваат со две третини во

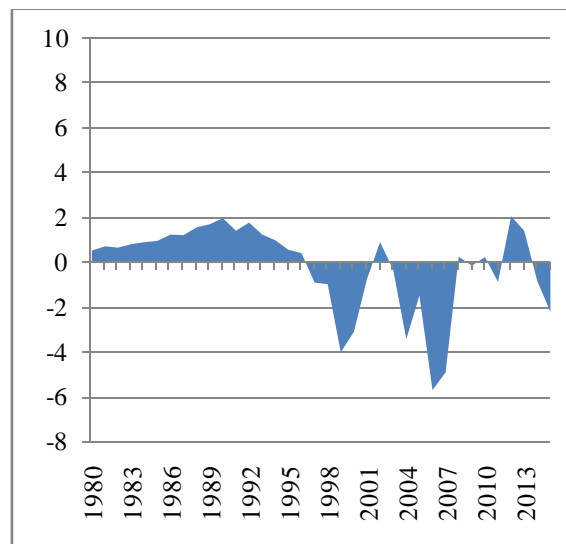
³⁶ Со усвојувањето на Кралскиот декрет 664/1999 во април 1999 година беше укината потребата од одобрување на која билостранска инвестиција, со исклучок на националната одбрана.

сопственоста во индустријата за цемент, со половина во сопственоста на прехранбената индустрија и со една третина во хемиската индустрија.

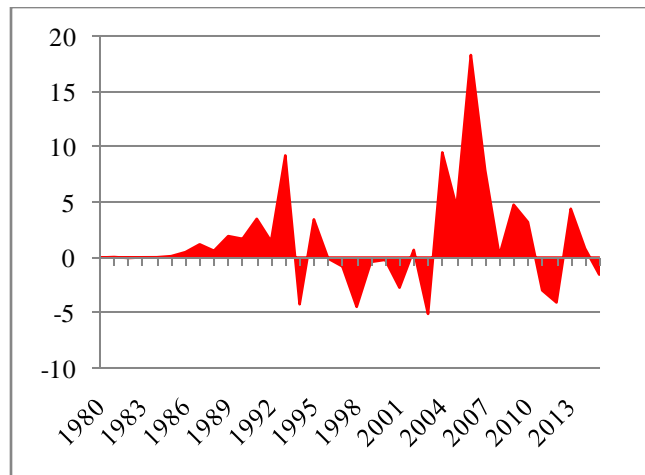
Графикон 50. Либерализацијата на капиталните трансакции и варијабилноста на меѓународните текови на капиталот во Шпанија, 1980-2015 година



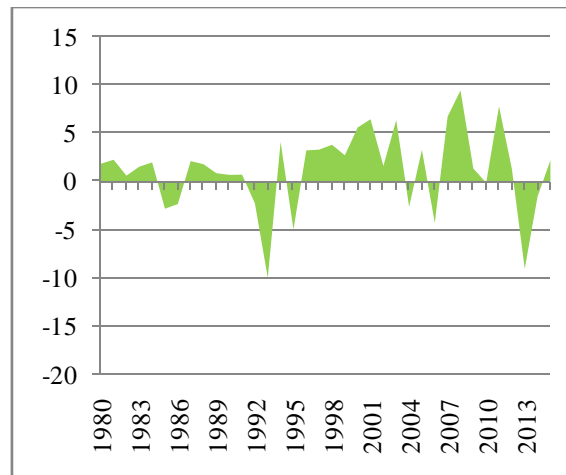
Графикон 51. Странски директни инвестиции (нето) во Шпанија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Графикон 52. Странски портфолио-инвестиции (нето) во Шпанија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Графикон 53. Други инвестициски текови (нето) во Шпанија, 1980-2015 година (во проценти од БДП)



Извор: Конструирано врз основа на податоци од Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOPS) и International Financial Statistics (IFS), The International Monetary Fund, октомври 2016 година.

Според инвестицискиот регистар на Министерството за економија и конкурентност, во Шпанија оперираат околу 12500 странски компании, кои вработуваат над 1,2 милиони лица. Меѓу нив, дури 70 компании од списокот на „Forbes Top 100“ имаат свои подружници во Шпанија. Дел од успехот на Шпанија во привлекувањето на СДИ се должи на осумдесетте технолошки паркови, во кои членуваат 6452 компании. Исто така, мошне важно е да се напомене дека Шпанија поседува исклучително квалитетна и едуцирана работна сила, што ѝ ја обезбедува четвртата позиција меѓу 33 влијателни економии, според рангирањето на „Hays Global Skills Index“ за 2016 година.³⁷

Првиот удар, кој глобалната економска криза ѝ го нанесе на шпанската економија, беше силен, за што сведочеше реалниот пад на БДП од 4,6% во вториот квартал од 2009 година. И покрај кривото здравување во 2010 и 2011 година, следувахе втора рецесија во 2012 година. Според сите параметри, повторената рецесија имаше посериозни негативни последици, бидејќи ги преплаши странските инвеститори, кои одговорија со значително намалување на позајмувањето кон шпанските комерцијални банки. Во обид да ги зачуваат својата ликвидност и солвентност, шпанските комерцијални банки обилно позајмуваа од централната банка, а таа пак, од Европската централна банка.

За разлика од другите европски периферни економии, Шпанија храбро се соочи со макроекономските проблеми, од кои посебно се издвојуваше високата стапка на невработеност од 20,9% на крајот на 2015 година. Економијата успеа да спроведе интерна девалвација, односно да испорача намалување на трошоците на работната сила и реален пораст на продуктивноста од 2008 година до денес. Шпанија спроведе радикални и сеопфатни реформи на пазарот на работна сила, реструктурирање на банкарскиот сектор и силна фискална консолидација. Овие економски политики објаснуваат зошто шпанската економија релативно успешно се справи со ненадејното запирање на нето приливите на меѓународниот капитал во екот на европската должничка криза.

Иако е нето-увозник на капитал, Шпанија е значаен инвеститор во Латинска Америка, особено Бразил, Аргентина и Мексико.

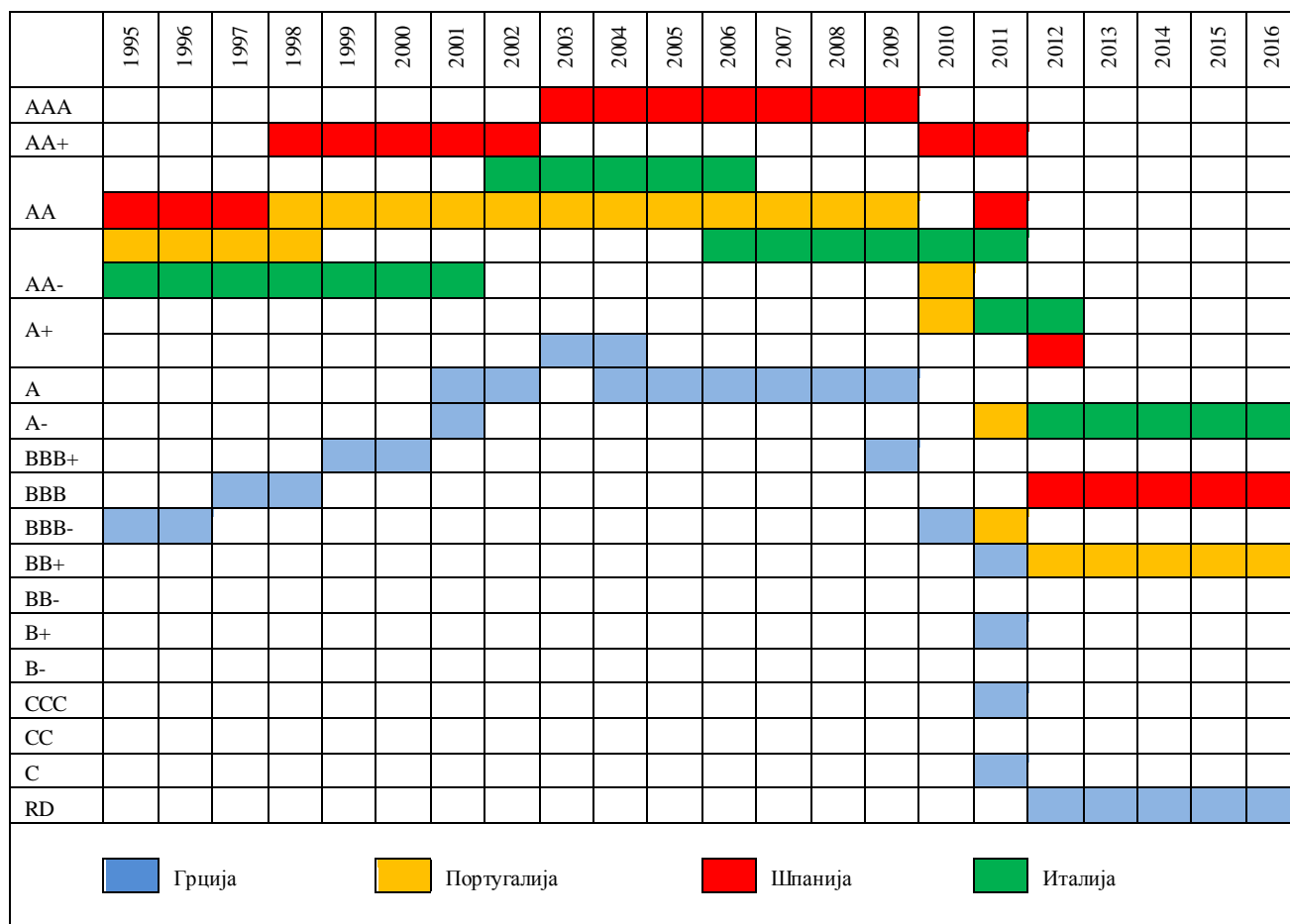
³⁷ Во структурата на реномираниот „Hays Global Skills Index“ влегуваат седум индикатори: (1) флексибилноста на образованието; (2) партиципацијата на пазарот на работна сила; (3) флексибилноста на пазарот на работна сила; (4) степенот на совпаѓање на квалификациите со потребите на пазарот на работна сила („talent mismatch“); (5) вкупниот притисок за пораст на платите; (6) вкупниот притисок за пораст на платите во индустриите, кои се попираат на високо квалификувана работна сила и (7) вкупниот притисок за пораст на платите во професиите кои бараат високи квалификации.

5.4.5. Заклучни согледувања

Иако постојат обиди за заеднички третман на европските периферни економии, нивниот заеднички именител е прекумерното потпирање на должнички капитал. Во комбинација со структурните слабости на нивните економии, недоследните макроекономски политики или недоволното домашно штедење, должничкиот капитал ја зголеми нивната финансиска ранливост и ги влоши нивните среднорочни перспективи за економски раст.

Европските периферни економии имаат различен капацитет за сервисирање на долговите, различна финансиска стабилност, поинакви фискални позиции и ниво на јавен долг, а сето тоа се отсликува и на суверениот рејтинг. Според престижната меѓународна рејтинг-агенција „Fitch“, проценките се дека Италија и Шпанија релативно добро се носат со последиците од ненадејното запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал и имаат повисок суверен рејтинг: А- и ВВВ, респективно. Проблемите во Португалија се малку посериозни од Шпанија, со оглед дека оценетиот рејтинг е ВВ+, додека ситуацијата во Грција и натаму е алармантна (Графикон 54).

Графикон 54. Промени на кредитниот рејтинг на долгорочните државни обврзници на европските периферни економии според „FitchRatings“, 1995-2016 година



Извор: Дизајнирано со употреба на податоци од Fitch Ratings, 2016.

Како што често укажуваше прочуениот индиски економист Џагдиш Багвати од Универзитетот Колумбија во САД, во услови на прекумерна изложеност на финансиската глобализација, и неправилно користење на должничкиот капитал, ризиците се поголеми од користите од финансиската глобализација.

Најпогодени и најранливи европски периферни економии се оние кои имаат мало учество на СДИ во нето-приливите на меѓународниот капитал, ниско домашно штедење и стагнантна инвестициска активност (Грција и делумно, Португалија).

Европските периферни економии, кои имаат силна индустриска база и капацитет за сервисирање на долговите (Шпанија и Италија), како и релативно развиени финансиски системи, релативно успешно се справуваат со последиците од должничката криза.

6. ЕМПИРИСКО ИСТРАЖУВАЊЕ НА ЕФЕКТИТЕ ОД МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ

Појдовна основа за емпириската проценка на ефектите од различните видови странски капитал е портфолио-моделот, развиен и детално објаснет во студијата на Blanchard et al. (2015). Неговата главна цел на моделот е да понуди аналитичка и конзистентна рамка за проценка дали нето-приливите на странски капитал имаат експанзивни или дестимулативни ефекти врз националната економија. Во основа, тој претставува проширување на Мандел-Флеминговиот модел со поразгранета структура на нето приливите на меѓународниот капитал.

Портфолио-моделот математички докажува дека нето-приливите на меѓународниот капитал можат да го зголемат или да го намалат економскиот раст, во зависност од силата на двата канала на влијание и од реакцијата на креаторите на макроекономската политика. Првиот канал на влијание на странскиот капитал е преку намалување на каматните стапки во економијата и поттикнување на кредитниот раст, што во крајна линија има експанзивно дејство врз економската активност. Вториот канал на влијание се манифестира со апрецијација на реалниот девизен курс, која неповолно влијае врз извозот на добра и услуги и економскиот раст. Финалниот резултат врз економскиот раст ќе зависи од тоа кој канал има доминантно влијание и каква ќе биде реакцијата на креаторите на макроекономската политика.

Во повеќето земји во развој и земји во транзиција, каде финансиските пазари се сè уште недоволно развиени, доминира ефектот на намалувањето на каматната стапка, што води кон забрзан кредитен раст и економски раст. Главниот придонес на моделот е во нагласувањето на важноста на природата на нето-приливите на меѓународниот капитал, бидејќи видови странски капитал имаат различно влијание врз економскиот раст.

Во вториот дел од ова поглавје, теоретските предвидувања ќе бидат испитани во емпириски модел, кој користи податоци за 30 економии, од кои 16 земји во развој и 14 земји во транзиција, во периодот од 1996 до 2015 година.

6.1. Теоретска рамка на портфолио моделот

Појдовни претпоставки на теоретскиот модел се дека во економијата се користат определено количество на пари во оптек и три вида финансиски инструменти:

- домашни обврзници или обврзници издадени од домашни резиденти („domestic bonds“);
- домашна финансиска актива, која не содржи обврзници („domestic non-bonds“) и
- странски обврзници или обврзници издадени од странски резиденти („foreign bonds“).

Двата вида на домашни финансиски инструменти претставуваат несовршени супститути. Како „обврзници“, Blanchard et al. (2015) ја подразбираат финансиската актива, чиј принос зависи директно од мерките на монетарната политика, како и сите финансиски инструменти, кои им се блиски супститути. Домашна финансиска актива, која не содржи обврзници („domestic non-bonds“) е финансиската актива, врз чија стапка на принос можат да влијаат тековите на меѓународниот капитал. Туку влегуваат СДИ, домашните сопственички хартии од вредност и банкарските заеми.

Третиот финансиски инструмент во моделот се странските обврзници, кои се несовршена замена и за домашните обврзници и за домашната финансиска актива, која не се состои од обврзници. Разликите во стапките на принос меѓу домашните и странските финансиски инструменти, овозможуваат меѓународни текови на капиталот, но не во недоглед, туку до моментот кога ќе исчезне разликата (маргината) меѓу нив.

6.1.1. Спецификација на побарувачката за одделни видови финансиски инструменти

Портфолио-моделот ги содржи следните варијабли:

Симбол	Опис
M_D	Побарувачка за домашна валута од домашните инвеститори
B_D	Домашни обврзници
N_D	Домашна финансиска актива, која не содржи обврзници
B^*_D	Странски обврзници
R_B	Стапка на принос на домашните обврзници
R_N	Стапка на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници
R^*	Стапка на принос на странските обврзници (во странска валута)
E	Девизен курс, дефиниран така што зголемувањето на E означува апрецијација на девизниот курс
E^e_{+1}	Очекуван девизен курс во следниот период
$R^* E/E^e_{+1}$	Стапка на принос на странските обврзници (во домашна валута)
W	Домашно богатство

каде D означува побарувачка за финансиска актива од страна на домашните резиденти.

Моделот претпоставува дека побарувачката за пари од страна на домашните резиденти зависи од стапката на принос (или каматната стапка) на домашните обврзници:

$$M_D = \alpha_1 + \alpha_2 R_B$$

Според тоа, побарувачката за пари зависи од каматната стапка на домашните обврзници, која е воедно, и основна каматна стапка под директна контрола на монетарната политика.

Побарувачката за домашни обврзници (B_D) од страна на домашните резиденти зависи од:

- (а) непаричниот имот (или богатство, кое не се чува во форма на пари) ($W - M_D$);
- (б) разликата меѓу стапките на принос на домашните обврзници (R_B) и на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (R_N) и
- (в) разликата меѓу стапките на принос на домашните обврзници (R_B) и на странските обврзници ($R^* E/E_{+1}^e$)

$$B_D = (a + \beta(R_B - R_N) + \beta(R_B - R^* E/E_{+1}^e))(W - M_D)$$

Побарувачката за домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (N_D) од страна на домашните резиденти зависи од:

- (а) непаричниот имот (или богатство, кое не се чува во форма на пари) ($W - M_D$);
- (б) разликата меѓу стапките на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (R_N) и на домашните обврзници (R_B) и
- (в) разликата меѓу стапките на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (R_N) и на странските обврзници ($R^* E/E_{+1}^e$)

$$N_D = (b + \beta(R_N - R_B) + \beta(R_N - R^* E/E_{+1}^e))(W - M_D)$$

Побарувачката за странски обврзници (B_D) од страна на домашните резиденти зависи од:

- (а) непаричниот имот (или богатство, кое не се чува во форма на пари) ($W - M_D$);
- (б) разликата меѓу стапките на принос на странските обврзници ($R^* E/E_{+1}^e$) и домашните обврзници (R_B), имајќи го предвид очекуваниот девизен курс, и
- (в) разликата меѓу стапката на принос на странските обврзници ($R^* E/E_{+1}^e$), имајќи го предвид очекуваниот девизен курс, и стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (R_N)

$$B^*_D / E = (c + \beta(R^* E/E_{+1}^e - R_B) + \beta(R^* E/E_{+1}^e - R_N))(W - M_D)$$

Во принцип, побарувачката за секој финансиски инструмент зависи од богатството, кое не се чува во форма на пари, и разликите во стапките на принос на останатите финансиски инструменти. Доколку се случи ист пораст на сите стапки на принос, тогаш побарувачката за одделните финансиски инструменти останува непроменета.

Богатството (W) на домашните резиденти е распределено во следните четири компоненти: (1) пари, (2) домашни обврзници, (3) домашна финансиска актива, која не содржи обврзници и (4) странски обврзници:

$$\bar{W} = \bar{M}_D + \bar{B}_D + \bar{N}_D + \bar{B}_D^*$$

Странските инвеститори, според моделот на Blanchard et al. (2015), можат да инвестираат во странски обврзници, домашни обврзници („domestic bonds“) или домашна финансиска актива, која не содржи обврзници („domestic non-bonds“).

Побарувачката за домашни обврзници (B_F) од страна на странските резиденти зависи од:

- (а) непаричниот имот на странските резиденти ($W^*-M^*_D$);
- (б) разликата меѓу стапките на принос на домашните обврзници (R_B) и на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (R_N);
- (в) разликата меѓу стапките на принос на домашните обврзници (R_B) и на странските обврзници ($R^* E/E_{+1}^e$) и
- (г) поместувањето (промената) на странската побарувачка за домашни обврзници (s_B)

$$B_F = (d + \beta(R_B - R_N) + \beta(R_B - R^* E/E_{+1}^e + s_B))(W^*-M^*_D)$$

Побарувачката за домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (N_F) од страна на странските резиденти зависи од:

- (а) непаричниот имот на странските резиденти ($W^*-M^*_D$);
- (б) разликата меѓу стапките на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (R_N) и на домашните обврзници (R_B);
- (в) разликата меѓу стапките на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници (R_N) и на странските обврзници ($R^* E/E_{+1}^e$) и

(г) поместувањето (промената) на странската побарувачка за домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (s_N)

$$N_F = (f + \beta(R_N - R_B) + \beta(R_N - R^* E/E_{+1}^e + s_N)) (W^* - M^*_D)$$

Поместувањето (промената) на странската побарувачка за домашни обврзници (s_B) и поместувањето (промената) на странската побарувачка за домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (s_N) се всушност стожерот на моделот и главниот извор (или мотив) за одвивање на тековите на меѓународниот капитал. Особено е важна нивната релација со рамнотежниот девизен курс на националната парична единица.

Делот од богатството (W) на странските резиденти, кој е од интерес за анализата на тековите на капиталот, е распределен во следните две компоненти (домашни обврзници и домашна финансиска актива, која не содржи обврзници):

$$\bar{W}_F = \bar{B}_F + \bar{N}_F$$

Тоа значи дека во моделот се претпоставува дека имотот на странските резиденти, кој се состои од странски обврзници, не е важен за тековите на странски капитал во националната економија.

Централната банка ја избира понудата на пари (M), како и домашните обврзници, кои таа ќе ги чува во своето портфолио (B_{CB}):

$$M - B_{CB} = \bar{M} - \bar{B}_{CB}$$

Во неокласичен стил, портфолио-моделот претпоставува дека пазарите се врамнотежени, односно дека постои:

Рамнотежа на пазарот на пари

$$M = M_D$$

каде, понудата на пари (M) е еднаква на побарувачката на пари (M_D).

Рамнотежа на пазарот на домашни обврзници

$$\bar{B}_D + \bar{B}_F + \bar{B}_{CB} = B_D + B_F + B_{CB}$$

односно, збирот на поединечните понуди е еднаков на збирот на збирот на поединечните побарувачки за домашните обврзници во посед на домашните резиденти, домашните обврзници во посед на странските резиденти и домашните обврзници, кои се во сопственост на централната банка.

Рамнотежа на пазарот на домашни финансиски инструменти, кои не се обврзници

$$\bar{N}_D + \bar{N}_F = N_D + N_F$$

односно, збирот на поединечните понуди е еднаков на збирот на збирот на поединечните побарувачки за домашната актива, која не содржи обврзници, во сопственост и на домашните и на странските резиденти.

Рамнотежа во капиталната сметка на билансот на плаќања

$$(B_F - \bar{B}_F) + (N_F - \bar{N}_F) = (B_D^* - \bar{B}_D^*)/E$$

каде $(B_F - \bar{B}_F)$ е разлика меѓу вредноста на домашните обврзници во сопственост на странските резиденти и нивната вредност во почетното портфолио, така што ако $B_F - \bar{B}_F > 0$, тогаш се случуваат приливи на странски капитал преку купување домашни обврзници, а ако $B_F - \bar{B}_F < 0$, тогаш се случуваат одливи на странски капитал преку продажба на домашни обврзници.

Од друга страна, $(N_F - \bar{N}_F)$ е разликата меѓу вредноста на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници, а е во сопственост на странските резиденти и нивната вредност во почетното портфолио, така што ако $N_F - \bar{N}_F > 0$, тогаш се случуваат приливи на странски капитал преку купување домашната финансиска актива, која не содржи обврзници, а ако $N_F - \bar{N}_F < 0$, тогаш се случуваат одливи на странски капитал преку продажба на домашна финансиска актива, која не содржи обврзници.

Од десната страна на равенството $(B_D^* - \bar{B}_D^*)/E$ е разликата меѓу вредноста на странските обврзници, кои во моментот се во сопственост на домашните резиденти и вредноста на странските обврзници, во сопственост на домашните резиденти, во почетното портфолио.

6.1.2. Услови за рамнотежа

Во основната верзија на моделот се претпоставува дека нема да има промена на девизниот курс ($E_{+1}^e = 1$), дека стапките на принос на домашните и странските обврзници се еднакви на еден и дека непаричното богатство во двете земји е исто. Иако станува збор за значително поедноставување на реалноста, сепак главните импликации на моделот остануваат непроменети.

Со низа трансформации, условот за *рамнотежа на пазарот за финансиска актива, која не содржи обврзници*, станува:

$$[(R_N - 1) + (R_N - E)] + [(R_N - 1) + (R_N - E + s_N)] = 0$$

при што првиот израз во средните загради се однесува на домашната побарувачка за домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, додека вториот израз во средните загради се однесува на странската побарувачка за домашна финансиска актива, која не содржи обврзници. Тоа значи дека за определена понуда, порастот на домашната побарувачка мора да биде неутрализиран со намалување на странската побарувачка (помал прилив на странски капитал).

Со низа трансформации, условот за *рамнотежа во капиталната сметка на билансот на плаќања*, станува:

$$[(1 - R_N) + (1 - E + s_B)] + [(R_N - 1) + (R_N - E + s_N)] = (E - 1) + (1 - R_N)$$

при што $[(1 - R_N) + (1 - E + s_B)]$ се однесува на странската побарувачка за домашни обврзници, **ја** не содржи обврзници, $[(R_N - 1) + (R_N - E + s_N)]$ е странската побарувачка за домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, а десната страна на равенството $(E - 1) + (1 - R_N)$ е домашната побарувачка за странски обврзници. Ова покажува дека порастот на странската побарувачка за домашни средства мора да биде неутрализиран со зголемување на домашната побарувачка за странски средства.

Доколку се преуредат последните две равенства, тогаш стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници изнесува:

$$R_N = 1 + \frac{1}{6}s_B - \frac{1}{6}s_N$$

додека девизниот курс е определен во следната спецификација:

$$E = 1 + \frac{1}{3}s_B + \frac{1}{6}s_N$$

а тековите на меѓународниот капитал се:

$$(B_F - \bar{B}_F) + (N_F - \bar{N}_F) = \frac{\beta}{2}(s_B + s_N)$$

6.1.3. Основни импликации на теоретскиот модел

Последните три равенства покажуваат дека доколку се случи прилив на странски капитал преку купување домашни обврзници $(B_F - \bar{B}_F) > 0$, тоа води до зголемување на странската побарувачка за домашни обврзници (s_B) , односно кон апрецијација на девизниот курс $(E \uparrow)$ и пораст на стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници $(R_N \uparrow)$. И двата ефекта се очекува да имаат контракциско (дестимулативно) влијание врз националната економија. Бидејќи во моделот се претпоставува дека девизниот курс во следниот период ќе биде непроменет $(E_{+1}^e = 1)$, апрецијацијата се очекува да биде коригирана со очекувана депрецијација. На тој начин, домашната финансиска актива, која не содржи обврзници ќе стане неатрактивна и полека ќе престанат приливите на странски капитал.

Доколку се случи прилив на странски капитал преку купување домашни финансиски инструменти, кои не се обврзници $(N_F - \bar{N}_F) > 0$, тоа води до зголемување на странската побарувачка за домашни финансиски инструменти, кои не се обврзници (s_N) , односно кон апрецијација на девизниот курс $(E \uparrow)$ и намалување на стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници $(R_N \downarrow)$. Првиот ефект (апрецијацијата на девизниот курс) има дестимулативно влијание врз економијата, преку претпоставеното обесхрабрување на извозот и поттикнување на увозот на добра и услуги. Вториот ефект - намалување на стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници $(R_N \downarrow)$ -се очекува да има експанзивен ефект. Теоретски гледано, не може однапред да се знае кој ефект ќе преовладува, па можни се следниве две сценарија, прикажани во Табела 5:

Табела 5. Ефекти од приливот на странски капитал преку купување домашни финансиски инструменти, кои не се обврзници

Прв ефект: Апрецијација на девизниот курс ($E \uparrow$)	Споредба на силата на ефектите	Втор ефект: Намалување на стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници ($R_N \downarrow$)	Нето ефект
Дестимулативен ефект врз нето-извозот	>	Експанзивен ефект врз нето-извозот	Умерено или благо дестимулативен ефект
Дестимулативен ефект врз нето-извозот	<	Експанзивен ефект врз нето-извозот	Експанзивен ефект

Финалниот заклучок на моделот е дека во земјите во развој и земјите во подем, каде финансиските пазари се сè уште недоволно развиени, доминира ефектот на намалувањето на стапката на приносот (каматната стапка) на домашната финансиска актива, што води кон забрзан кредитен раст и раст на производството, дури и кога има силни притисоци за апрецијација на девизниот курс.

Од друга страна, во развиените пазарни стопанства со напреден финансиски систем, доминира ефектот на апрецијацијата на девизниот курс и нето дестимулативниот ефект врз економијата. Пример за тоа, според Blanchard et al. (2015) е искуството на Швајцарија, кога швајцарскиот франк силно апрецираше, оставајќи негативни ефекти врз националната економија.

6.1.4. Проценка на ефектите од различните политики

6.1.4.1. Стерилизација од страна на централната банка

Во услови кога има приливи на капиталот и последователен притисок за апрецијација на девизниот курс, централната банка која сака да одржи непроменет девизен курс, може да пристапи кон стерилизирана интервенција на девизниот пазар. Така на пример, таа може да интервенира преку купување странски обврзници и продажба на домашни обврзници (односно, операции на отворен пазар), за да ја зачува монетарната база и понудата на пари непроменета. Во активата на билансот на состојба на централната банка, се случува само зголемување на вредноста на странските финансиски средства и еднакво намалување на вредноста на домашните обврзници, а монетарната база не се менува.

Централната банка сега во своето портфолио има и странски обврзници (B^*_{CB}):

$$M - B_{CB} - B_{CB}^* = \bar{M} - \bar{B}_{CB} - \bar{B}_{CB}^*$$

Обемот на стерилизираната интервенција во тој случај е:

$$X \equiv (B_{CB}^* - \bar{B}_{CB}^*)/\beta$$

која претставува разлика меѓу сегашното (B_{CB}^*) и почетното ниво (\bar{B}_{CB}^*) на странски обврзници, кои се во портфолиото на централната банка.

Условот за *рамнотежа на пазарот за финансиска актива, која не содржи обврзници* останува непроменет:

$$[(R_N - 1) + (R_N - E)] + [(R_N - 1) + (R_N - E + s_N)] = 0$$

Единствените промени во условот за *рамнотежа во капиталната сметка на билансот на плаќања*, се поврзани со внесувањето на стерилизираната интервенција на девизниот пазар (X) на десната страна на равенството:

$$[(1 - R_N) + (1 - E + s_B)] + [(R_N - 1) + (R_N - E + s_N)] = (E - 1) + (1 - R_N) + X$$

Со преуредување на последните две равенства, стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници изнесува:

$$R_N = 1 + \frac{1}{6}s_B - \frac{1}{6}s_N - \frac{1}{6}X$$

додека девизниот курс е определен во следната спецификација:

$$E = 1 + \frac{1}{3}s_B + \frac{1}{6}s_N - \frac{1}{3}X$$

а тековите на меѓународниот капитал се:

$$(B_F - \bar{B}_F) + (N_F - \bar{N}_F) = \frac{\beta}{2}(s_B + s_N + X)$$

Со оглед дека суштината на стерилизираната интервенција од страна на централната банка е да ги задржи монетарната база и понудата на пари непроменети, обемот на интервенцијата (X) мора да биде еднаков на (s_B). Финалниот ефект е дека во услови на приливи на странски капитал

преку купување домашни обврзници ($s_B > 0$), ќе нема ефект врз девизниот курс и врз стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници.

Во услови на приливи на странски капитал преку купување домашната финансиска актива, која не содржи обврзници ($s_N > 0$), обемот на интервенцијата (X) мора да биде еднаков на $(\frac{1}{2})s_B$, ќе нема ефект врз девизниот курс и врз стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници.

6.1.4.2. Влијанието на контролите на капиталот

Контролите на капиталот можат да бидат насочени кон приливите или одливите на странски капитал по основа на домашни обврзници или домашна финансиска актива која не содржи обврзници, или пак, сите истовремено. Претпоставениот ефект од контролите на капиталот, неминовно зависи и од степенот на нивна доследна имплементација во практиката.

Во првиот случај, Blanchard et al. (2015) претпоставуваат дека контролите на капиталот можеби и ќе успеат целосно да ги елиминираат приливите по основа на купување домашни обврзници од страна на странските резиденти. Оттука, странската побарувачка за домашни обврзници е еднаква на нула, а странската побарувачка за домашната финансиска актива, која не содржи обврзници, е дадена преку следната спецификација:

$$N_F = (f + \beta(R_N - E + s_N))(W^* + M_D^*)$$

Со оглед дека сега странските резиденти можат да изберат само меѓу странски обврзници и домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, условот за рамнотежа на пазарот на капитал е:

$$R_N - E + s_N = (E - 1) + (E - R_N)$$

Со преуредување, стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници, станува:

$$R_N = 1 - \frac{1}{5}s_N$$

додека девизниот курс е определен во следната спецификација:

$$E = 1 + \frac{1}{5}s_N$$

Заклучокот е дека кога се воведуваат контроли на капиталот, странскиот капитал вложен во домашни обврзници нема влијание ниту врз девизниот курс, ниту врз стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници. Но, тие ги зајакнуваат ефектите на странскиот капитал вложен во домашната финансиска актива, која не содржи обврзници, и врз апрецијација на девизниот курс и врз стапката на принос на домашната финансиска актива, која не содржи обврзници. Така на пример, доколку постои непречено движење на меѓународниот капитал, странскиот капитал вложен во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници ќе изврши притисок за апрецијација, кој инаку, би го намалил странскиот капитал вложен во домашни обврзници, а со тоа делумно би се намалил притисокот од апрецијација. Бидејќи сега нема странски капитал вложен во домашни обврзници, апрецијацијата нема да биде помала, туку поголема.

Во вториот случај, контролите на капиталот се однесуваат само на странскиот капитал вложен во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници. Стапката на принос на домашната финансиска актива ќе биде определена исклучиво од домашната побарувачка, а девизниот курс определен со следната спецификација:

$$E = 1 + \frac{2}{3}S_N$$

Контролите на капиталот само на странскиот капитал вложен во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, го зголемуваат ефектот од приливите по основа на купување домашни обврзници од странски резиденти. Тие ги зајакнуваат ефектите на странскиот капитал вложен во домашни обврзници врз апрецијација на девизниот курс. Така на пример, доколку постои непречено движење на меѓународниот капитал, странскиот капитал вложен во домашни обврзници ќе изврши притисок за апрецијација, кој инаку, би го намалил странскиот капитал вложен во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, а со тоа делумно би се намалил притисокот од апрецијација. Бидејќи сега нема странски капитал вложен во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, апрецијацијата нема да биде помала, туку поголема.

6.2. Емпириска стратегија

Емпириската стратегија се темели на користење на годишни податоци за 30 економии, од кои 16 се економии во подем и 14 транзициски економии од Европа, кои се однесуваат на периодот од 1996 до 2015 година (Табела 6). Станува збор за меѓународно споредливи и

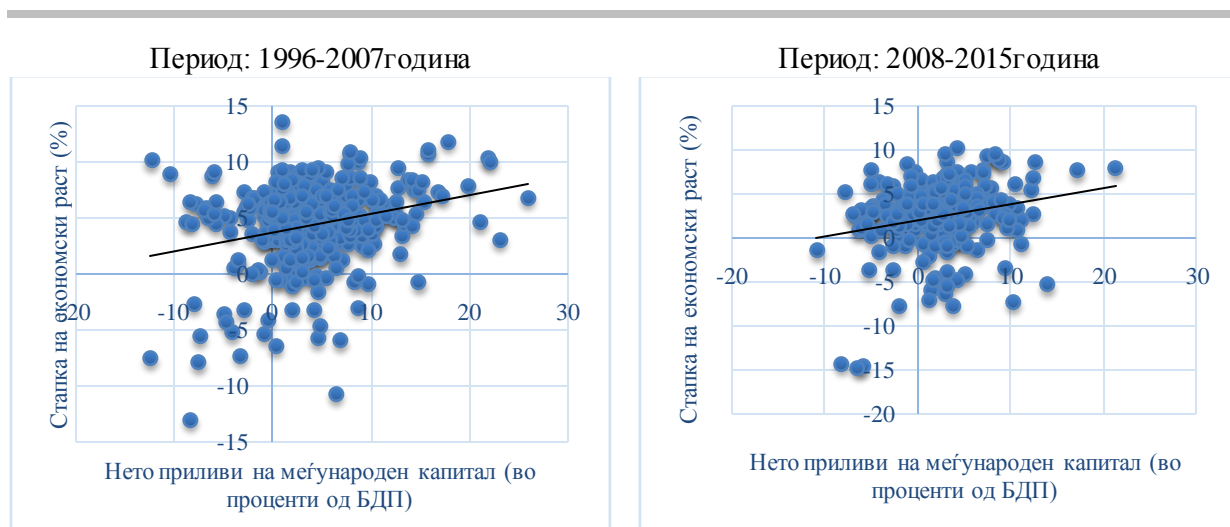
веродостојни податоци, кои ги објавуваат меѓународните финансиски институции, пред сè, ММФ, Светската банка и Банката за меѓународни порамнувања.

Табела 6. Структура на примерокот

16 економии во подем			14 транзициски европски економии		
Аргентина	Јужна Кореја	Турција	Албанија	Македонија	Унгарија
Бразил	Колумбија	Филипини	Бугарија	Молдавија	Романија
Израел	Малезија	Чиле	Естонија	Полска	Хрватска
Индија	Мексико	Руска	Латвија	Словенија	Чешка
Индонезија	Перу	Федерација ³⁸	Литванија	Словачка	Република
Јужна Африка	Тајланд				

Дескриптивната статистичка анализа на коефициентите на корелација покажува дека нето-приливите на странски капитал се силно и позитивно корелирани со реалниот пораст на БДП. Оваа констатација се однесува и на периодот пред големата светска финансиска криза (1996-2007 година) и на посткризниот период (2008-2015 година), а важи и за речиси секоја година (со исклучок на 1999, 2002 и 2015 година).

Графикон 55. Корелација меѓу нето--приливите на странски капитал стапката на реален раст на БДП, пред и после светската финансиска криза (1996-2007 и 2008-2015 година)



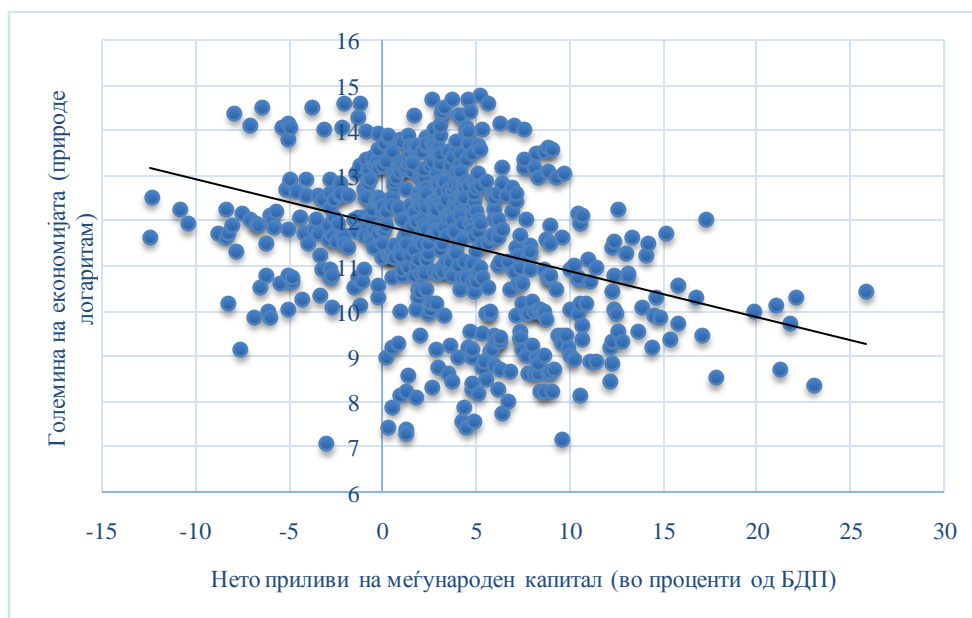
Извор: Конструирани врз основа на податоци од ММФ, 2016 година.

³⁸ Руската Федерација може да се класифицира и во економиите во подем, како дел од БРИК групата, но и како транзициска економија. Сепак, поради политичкото растојание од европските интегративни процеси, таа е класифицирана како економија во подем.

Исто така, корисно е да се одбележи и дека колку е посиромашна економијата, толку е поголема веројатноста да привлече меѓународен капитал. Коефициентот на корелација меѓу БДП по жител (во американски долари) и нето-приливите на меѓународен капитал (како процент од БДП) изнесува $-0,145$ и е статистички значаен со 1% можност за грешка.

Познатата вистина дека поголемите економии се во можност да привлечат поголеми износи на странски капитал е вистинита, но само во апсолутен износ. Статистичката анализа покажува дека кога ќе се пресметаат нето-приливите на странски капитал во проценти од БДП, тогаш коефициентот на корелација покажува силна негативна врска ($-0,333$). Тоа значи дека во набљудуваниот период (1996-2015 година), помалите економии успеале да привлечат повеќе текови на меѓународен капитал како процент од БДП (Графикон 56). Инаку, големината на економијата е измерена како природен логаритам од БДП (во тековни американски долари).

Графикон 56. Големината на економијата (природен логаритам) и нето-приливите на меѓународен капитал (во проценти од БДП), 1996-2015 година



Извор: Конструирано врз основа на податоци од ММФ, 2016 година.

6.3. Избор на економетриската техника

Влијанието на различните текови на меѓународниот капитал врз реалниот раст на БДП е проучено преку современа и популарна економетриска техника – динамичка панел анализа, со системски генерализиран метод на моменти (ГММ). Генерализираниот метод на моменти (ГММ) во панел-анализата доаѓа во неколку варијанти, од кои најчесто употребувани се: методот на разлики („difference GMM“) и системскиот метод („system GMM“). Поновите емпириски студии откриваат низа предности, кои ги има системскиот ГММ, првично дизајниран од Arellano and Bover (1995) и Blundell and Bond (1998). Оваа техника го комбинира: (1) збирот на равенките за првите разлики ($y_{i,t-1} - y_{i,t-2}$) на зависната варијабла и објаснувачките варијабли ($x_{i,t-1} - x_{i,t-2}$), со (2) друг збир на равенки за нивоата на овие варијабли ($y_{i,t-1}$ и $x_{i,t}$). Blundell and Bond (1998) наведуваат дека оваа техника е особено успешна и ефикасна, кога анализата опфаќа релативно краток период. Системски генерализиран метод на моменти (ГММ) нуди попрецизна проценка во однос на методот на разлики, кога станува збор за пократка временска димензија.

Предноста на системскиот ГММ е во тоа што се справува со проблемот на: (а) небалансиран панел, во кој недостасуваат некои податоци, (б) ендегеност (меѓусебна поврзаност) на некои објаснувачки варијабли и (в) вградена инерција во макроекономските варијабли низ времето. Ендегеноста може да има неколку појавни форми, а една од нив е меѓусебното влијание на варијаблите. На пример, високите стапки на економскиот раст можат да бидат причина за нето-приливите на странскиот капитал, но и последица или резултат на истите. Поради двонасочната каузалност или едноставно кажано, постоењето причинско-последична врска, овие две макроекономски варијабли се ендегени, односно меѓусебно си влијаат една на друга, што ја наметнува потребата од користење на избраната емпириска техника, која ќе ја почитува оваа врска.

Финалните резултати се темелат на проценката во два чекора („two-step estimator“), која користи коригирани стандардни грешки и која ја минимизира употребата на инструментите.

6.4. Влијанието на различните видови на меѓународен капитал врз економскиот раст

Во оваа секција ќе биде проучено влијанието на повеќе објаснувачки фактори, меѓу кои акцентот е на различните видови меѓународен капитал врз економскиот раст. Оттука, годишната стапка на реален пораст на БДП претставува зависна варијабла во економскиот модел.

Јадрото на моделот го сочинуваат и други објаснувачки фактори, кои често се употребуваат во литературата: стапката на економскиот раст во претходниот период, стапката на возрастна зависност, промената на условите на размена и реалната каматна стапка. Со оглед дека фокусот е на тековите на меѓународниот капитал, изборот на факторите на економскиот раст ги зема предвид четирите досега разгледувани форми на меѓународен капитал: (1) влез на странски капитал преку купување на домашни обврзници; (2) странски директни инвестиции; (3) странски портфолио-инвестиции (исклучувајќи ги домашните обврзници) и (4) други или останати инвестициски текови, во кои доминираат банкарските заеми. Поради сличноста, покрај меѓународните текови на капитал, како можен објаснувачки фактор на економскиот раст ги вклучуваме и паричните дознаки на иселениците (како процент од БДП).

Регресиите на економскиот раст се една од повозбудливите, но и поконтроверзните области во академската литература. Речиси и не може да се најде политичка или социо-економска варијабла, која нема директно или индиректно влијание врз стапката на економскиот раст. Оттука, речиси секоја регресија може да биде критикувана дека била селективна и дека пропуштила низа значајни фактори, како што се во нашиот случај, на пример: либерализацијата на капиталните трансакции, политичката стабилност, капацитетот на институциите, расходите за воени цели, степенот на едукација на населението и сл. Анализата е главно насочена во откривање на влијанието на различните видови на меѓународен капитал врз економскиот раст. Според тоа, примарниот мотив не е емпириска потрага по други статистички значајни детерминанти.

Во согласност со академската литература, во анализата ја вклучуваме *стапката на економскиот раст во претходниот период*. Како и повеќето макроекономски варијабли, економскиот раст се одликува со вградена инерција. Остварената стапка на економски раст минатата година силно влијае и на остварувањето на економскиот раст во тековната година.

Стапка на возрастна зависност (age dependency ratio). Демографските фактори стануваат сè поважна детерминанта на економскиот раст, особено имајќи ги предвид брзото стареење на населението, миграцијата и драматичниот пад на наталитетот. Земјите кои имаат висока стапка на зависност од младо, неработоспособно население (помладо население од 0-14 години) и стапка на старосна зависност (население над 65 години), по правило треба да одвојуваат повеќе ресурси за квалитетна здравствена нега, едукација и финансиска потпора на пензиските фондови, како основни предуслови за пристоеен живот. Бидејќи тие не се дел од работоспособното население на возраст од 15 до 65 години, економската теорија ги третира како демографски товар, кој може да стане сопирачка за економскиот раст. Според тоа, повисоката стапка на зависност се очекува да биде поврзана со остварување пониски стапки на раст. Податоците се преземени од базата на

Индикаторите на светскиот развој (World Development Indicators), која ја изработува Групацијата на Светската банка.

Промена на условите на размената (terms of trade) се однесува на промената на односот на цените на извозните добра и цените на увозните добра. Податоците се преземени од базата на Индикаторите на светскиот развој, која ја изработува Групацијата на Светската банка и имаат единствена базна година (2010=100). Вклучувањето на оваа варијабла во регресиите на економскиот раст го поддржуваат развојните економисти и структуралистите, но и многу други претставници на останатите економски школи.

Реалната каматна стапка е параметар за оценка на економската оправданост на инвестициските проекти и таа е инверзно поврзана со нивото на инвестициска активност. Повисоката каматна стапка го отежнува финансирањето на инвестициските проекти и ја доведува во прашање нивната економска оправданост. Обратно, ниската каматна стапка ги намалува мотивите за штедење, ги снижува трошоците на позајмување и ги охрабрува инвестициите, ги зголемува цените на хартиите од вредност и преку ефектот на богатство ја поттикнува личната потрошувачка. Сево ова влијае врз претпоставката за обратнопропорционален однос меѓу каматната стапка и стапката на економскиот раст.

Табелата 7 содржи шест колони со емпириски резултати, од кои првите три колони се однесуваат на регресиите за целиот примерок од 30 економии, а резултатите од четвртата до шестата колона се однесуваат само на 14-те транзициски економии, меѓу кои и Република Македонија.

Во првата регресија го проценуваме влијанието на вкупните нето-текови на меѓународниот капитал, во втората регресија ги расчленуваме нето-тековите на меѓународниот капитал во две групи: (1) странски капитал во домашни обврзници и (2) странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници. Бидејќи втората група опфаќа неколку компоненти, во третата регресија вршime натамошно расчленување на странскиот капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, во три групи: (1) странски директни инвестиции, нето; (2) странски портфолио-инвестиции (исклучувајќи го странскиот капитал во домашни обврзници), нето; и (3) други инвестициски текови, меѓу кои позначајни се банкарските заеми. Сите видови меѓународен капитал се изразени во проценти од БДП во конкретната година и земја.

Сосема очекувано, стапката на економскиот раст содржи вградена инерција, во онаа смисла дека остварената стапка на економскиот раст во претходниот период ги зголемува шансите за продолжување на траекторијата и во следната година. Сепак, имајќи предвид дека растот е нестабилна категорија во периодот на анализа (1996-2015 година), коефициентот на остварената

стапка на економскиот раст во претходниот период е низок. Тој е статистички значаен на ниво од 1% и се движи од 0,16 до 0,27.

Генералните заклучоци, кои произлегуваат од анализата се следните:

Приливот на меѓународниот капитал е важен фактор на економскиот раст. Нето-тековите на меѓународниот капитал се статистички и економски значаен фактор на реалниот раст на БДП и во економиите во подем и во европските транзициски економии во изминатите 20 години. Зголемувањето на нето-приливот на странски капитал за само 1 процент од БДП придонесува за забрзување на годишната стапка на раст на БДП за 0,2 процентни поени, доколку сите други фактори се непроменети. Имајќи предвид дека аритметичката средина на нето-приливот на меѓународниот капитал е 3,5% од БДП во целиот период, произлегува дека кумулативниот ефект во некои години бил многу поголем. За одбележување е дека странскиот капитал имал посилен ефект врз реалниот раст на БДП на 16-те економии во подем (0,253), отколку кај 14 транзициски економии од Европа (0,162).

Табела 7. Емпириска важност на одбрани фактори на економскиот раст во 30 економии во подем и 14 транзициски економии, 1996-2015 година (динамички панел модел)

Зависна варијабла: Стапка на реален раст на БДП (во проценти)

Објаснувачки фактори	30 економии					
	(16 економии во подем и 14 транзициски економии)			14 транзициски економии		
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Стапка на економски раст во претходната година	0.16*** (0.051)	0.17*** (0.053)	0.17*** (0.053)	0.23*** (0.045)	0.26*** (0.053)	0.27*** (0.057)
Стапка на возрастна зависност (во проценти)	0.02 (0.023)	0.02 (0.023)	0.02 (0.020)	-0.04 (0.062)	-0.04 (0.058)	-0.04 (0.058)
Промена на условите на размена	0.02*** (0.005)	0.02*** (0.005)	0.02*** (0.005)	0.08** (0.039)	0.07* (0.041)	0.07* (0.041)
Реална каматна стапка	0.00 (0.032)	-0.02 (0.041)	-0.02 (0.041)	-0.01 (0.045)	-0.02 (0.046)	-0.01 (0.044)
Парични дознаки на иселениците (процент од БДП)	0.09 (0.103)	0.09 (0.105)	0.09 (0.106)	0.07 (0.090)	0.07 (0.093)	0.07 (0.093)
Вештачка променлива за 2009 година	-6.90*** (0.812)	-6.93*** (0.809)	-6.97*** (0.804)	-9.66*** (1.123)	-9.74*** (1.149)	-9.79*** (1.153)
Нето текови на странски капитал (во процент од БДП)	0.18*** (0.039)			0.16*** (0.034)		
Странски капитал во домашни обврзници (процент од БДП)		0.09* (0.051)	-0.11 (0.138)		0.07 (0.052)	0.35** (0.153)
Странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (процент од БДП)		0.19*** (0.004)			0.13*** (0.032)	
Странски директни инвестиции, нето (процент од БДП)			0.09 (0.057)			0.12*** (0.049)
Странски портфолио инвестиции (искл. странски капитал во домашни обврзници), нето (процент од БДП)			0.22* (0.127)			-0.27** (0.132)
Други инвестициски текови, нето (процент од БДП)			0.22*** (0.052)			0.14*** (0.048)
Константа (отсечок)	0.25 (1.532)	0.28 (1.503)	0.53 (1.360)	-3.97 (2.970)	-3.06 (3.208)	-3.4 (3.352)
Број на опсервации	478	483	483	201	204	204
Број на економии	30	30	30	14	14	14
Арелано-Бонд тест за AR (1) во разликите (<i>p</i> вредност)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Арелано-Бонд тест за AR (2) во разликите (<i>p</i> вредност)	0.147	0.135	0.137	0.132	0.153	0.113
Хансен тест за заедничка валидност на инструментите (<i>p</i> вредност)	0.149	0.132	0.132	0.774	0.790	0.799

Извор: Регресии кои користат меѓународно споредливи податоци од ММФ и Светската банка. (а) Сите податоци се на годишно ниво. (б) Сите регресии користат вештачки променливи за секоја година. (в) Во заградите се прикажани т.н. робусни стандардни грешки. (г) ***, ** и * означуваат статистичка значајност на ниво од 1%, 5% и 10%. (д) Регресиите се базираат на динамички панел модел („system GMM“) со минимален можен број на инструменти.

Странските директни инвестиции се статистички значајна детерминанта и имаат видлив, директен економски ефект само кај транзициските економии. Зголемувањето на нето СДИ за 1 процент од БДП придонесувало за забрзување на годишната стапка на раст на БДП за 0,12 процентни поени, кога сите други фактори се непроменети. Кај 16-те економии во подем, ефектот не е статистички значаен, иако е со позитивен предзнак.

Странските портфолио-инвестиции имаат силна негативна поврзаност со економскиот раст во транзициските економии во Европа, која првенствено се должи на нивната варијабилност и

непостојаност. Повисоките приливи по основа на портфолио-инвестиции за 1 процент од БДП придонесувале за намалување на годишната стапка на раст на БДП за 0,27 процентни поени, кога сите други фактори се непроменети. Ваквиот емпириски резултат ги потврдува стравувањата на креаторите на макроекономските политики и на академската заедница дека странските портфолио-инвестиции или краткорочниот шпекулативен капитал има значајни негативни ефекти врз транзициските економии од Европа.

Странските банкарски заеми и трговските кредити се позитивно поврзани со економскиот раст во транзициските економии во Европа. Тие се најзначајни компоненти на т.н. „други инвестициски текови, нето“, варијабла која има многу силен и позитивен, но и статистички и економски значаен, ефект врз стапката на растот на БДП. Ефектот е 2,5 пати посилен кај 16-те економии во подем (0,349 процентни поени повисока стапка на економски раст), отколку кај 14-те транзициски економии (0,139 процентни поени повисока стапка на економски раст), што секако остава простор за натамошни анализи на што се должи подобрата искористеност на странските банкарски заеми и трговските кредити.

Странскиот капитал вложен во домашни обврзници покажува колебливи резултати, кои се проценети со повисока статистичка грешка и кои не дозволуваат заклучоци за евентуална поврзаност со економскиот раст.

Паричните дознаки на иселениците (како процент од БДП) се исто така, значајни за економскиот раст. Како што е прикажано во Табелата 8, нивниот ефект врз економскиот раст во европските транзициски економии (0,09 процентни поени повисока стапка) е речиси два пати помал од ефектот на приливот на странскиот капитал (0,16 процентни поени повисока стапка). Од друга страна, во шеснаесетте економии во подем ефектот на паричните дознаки врз економскиот раст (0,19 процентни поени повисока стапка) е висок, но сепак помал од позитивните ефекти на нето-приливите на меѓународниот капитал (0,25 процентни поени повисока стапка).

Табела 8. Споредба на проценетите ефекти од нето-приливот на меѓународен капитал и паричните дознаки на иселениците, 1996-2015 година

Примерок на земји	Нето прилив на меѓународен капитал	Парични дознаки на иселениците
14 европски транзициски економии	0.162***	0.089***
16 економии во подем	0.253***	0.188***

Зошто паричните дознаки на иселениците имаат послаб ефект врз економскиот раст отколку нето-приливите на меѓународниот капитал? Логично објаснување е дека тие се

распределуваат повеќе за лична потрошувачка, а помалку за инвестиции, што не генерира толку силни мултипликативни ефекти врз националната економија, како што е тоа случај со тековите на меѓународниот капитал. Сепак, ова прашање ќе биде дополнително истражено во следните две секции, каде го проценуваме влијанието на различните видови меѓународен капитал врз бруто-инвестициите и личната потрошувачка.

Во следниот чекор вршиме проверка на стабилноста и конзистентноста на резултатите за 14-те транзициски економии, кои се од посебен интерес и во кои спаѓа и Република Македонија. Во последната спецификација (колона 6 во Табелата 7) етапно се додаваат два нови објаснувачки фактори: (1) фискалната позиција мерена преку буџетското салдо како процент од БДП и (2) развиеноста на финансискиот систем, доловена преку депозитите на банкарскиот сектор како процент од БДП.

Буџетско салдо (процент од БДП). Важна улога во донесувањето на потрошувачките одлуки има фискалната позиција на државата доловена преку буџетското салдо. Според Рикардовата еквиваленција, повисокиот буџетски дефицит денес би можел да значи поголемо фискално оптоварување во иднина. За да се одвојат средства за идните зголемувања на фискалното оптоварување, се претпоставува дека рационалните економски агенти ќе ја одложат или намалат тековната лична потрошувачка. Во банкарските системи со низок депозитен потенцијал, позајмувањето од страна на државата од домашните банки може да го намали расположливиот потенцијал за кредитирање на граѓаните и фирмите или може да изврши нагорен притисок врз каматните стапки, што исто така, негативно ја погодува личната потрошувачка.

Поврзаноста меѓу развојот на финансискиот систем и економскиот раст се проблематика, која заслужува посебна тема за докторска дисертација. Прегледот на релевантната академска литература би бил надвор од рамките на ова истражување и од тие причини се задржуваме само на претпоставената релација. Според преовладувачкиот дел од академската литература, развиеноста на финансискиот систем и економскиот раст се во двонасочна каузалност, односно меѓусебно се надополнуваат. Забрзувањето на економскиот раст се очекува да биде поврзано со пораст на депозитите на банкарскиот сектор како процент од БДП и обратно, развиениот финансиски систем е предуслов за динамизирање на економската активност. Од друга страна, некои студии за транзициските економии наоѓаат негативна поврзаност меѓу развојот на финансискиот систем и економскиот раст. Koivu (2002) заклучува дека негативниот ефект на развојот на финансискиот систем врз економскиот раст е поради бројните банкарски кризи, кои беа резултат на слабата банкарска супервизија. Идентичен заклучок за негативната поврзаност на неколку индикатори за развиеноста на банкарскиот систем со економскиот раст во селектирани земји во транзиција извлекуваат и Petkovski and Kjosovski (2014). Тие ја објаснуваат оваа врска со банкарските кризи и

високиот процент на нефункционални пласмани на почетокот на транзицијата и непосредно по глобалната финансиска криза.

Резултите од поединечните регресии, во кои етапно се додаваат две нови варијабли се прикажани во Табелата 9. Статистичката значајност на оценетите коефициенти не се менува, иако сосема очекувано, се намалува големината на коефициентите кај различните видови меѓународен капитал.

Табела 9. Проверка на конзистентноста на резултатите за 14 транзициски економии

Објаснувачки фактори	Модели			
	[1]	[2]	[3]	[4]
Стапка на економски раст во претходната година	0.33*** [0.07]	0.23*** [0.08]	0.17** [0.08]	0.19*** [0.06]
Стапка на возрасна зависност	0.04 (0.05)	0.07 (0.09)	0.05 (0.11)	-0.04 (0.09)
Промена на условите на размена	-0.01 [0.05]	-0.02 [0.05]	-0.05 [0.04]	0.04 [0.05]
Реална каматна стапка	-0.04 [0.06]	0.00 [0.04]	-0.08 [0.05]	-0.06 [0.05]
Парични дознаки на иселениците (процент од БДП)	0.04 [0.04]	0.01 [0.04]	-0.01 [0.05]	0.05 [0.04]
Нето текови на странски капитал (во процент од БДП)				
Странски капитал во домашни обврзници (процент од БДП)	0.33*** [0.10]	0.36*** [0.06]	0.33*** [0.06]	0.33** [0.14]
Странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (процент од БДП)				
Странски директни инвестиции, нето (процент од БДП)	0.27*** [0.10]	0.23** [0.11]	0.24** [0.11]	0.13** [0.06]
Странски портфолио инвестиции (искл. странски капитал во домашни обврзници), нето (процент од БДП)	-0.18 [0.12]	-0.12 [0.10]	-0.11 [0.11]	-0.23* [0.13]
Други инвестициски текови, нето (процент од БДП)	0.20*** [0.07]	0.18*** [0.06]	0.18*** [0.06]	0.13*** [0.04]
Буџетски дефицит/суфицит (процент од БДП)		0.55*** [0.14]	0.47*** [0.13]	0.14 [0.10]
Депозити на банкарскиот сектор (процент од БДП)			-0.08*** [0.02]	-0.06*** [0.02]
Вештачка променлива за 2009 година				-9.05*** [1.03]
Константа (отсечок)	-0.50 [5.44]	1.91 [5.64]	8.72 [6.21]	3.58 [3.64]
Број на опсервации	204	204	204	204
Број на економии	14	14	14	14
Арелано-Бонд тест за AR (1) во разликите (<i>p</i> вредност)	0.00	0.00	0.00	0.00
Арелано-Бонд тест за AR (2) во разликите (<i>p</i> вредност)	0.61	0.44	0.49	0.13
Хансен тест за заедничка валидност на инструментите (<i>p</i> вредност)	0.77	0.80	0.80	0.80

Извор: Регресии кои користат меѓународно споредливи податоци од ММФ и Светската банка. (а) Сите податоци се на годишно ниво. (б) Сите регресии користат вештачки променливи за секоја година. (в) Во заградите се прикажани т.н. робусни стандардни грешки. (г) ***, ** и * означуваат статистичка значајност на ниво од 1%, 5% и 10%. (д) Регресиите се базираат на динамички панел модел („system GMM“) со минимален можен број на инструменти.

Фискалната позиција е позитивно корелирана со економскиот раст, што покажува дека во анализираниот период понискиот буџетски дефицит бил поврзан со повисока стапка на економски раст за 0,47 до 0,55 процентни поени, доколку сите останати фактори се непроменети. Во согласност со емпириската литература за транзициските економии, индикаторот за развиеност на финансискиот систем покажува негативна поврзаност со економскиот раст. Како што беше потенцирано, тоа се објаснува со банкарските кризи, пирамидалните штедачки шеми и високиот процент на нефункционални пласмани на почетокот на транзицијата и непосредно по глобалната финансиска криза. Различните видови меѓународен капитал ја зачувуваат статистичката значајност на оценетите коефициенти, иако дел од нив сега покажуваат помало влијание. Тоа е сосема очекувано, имајќи предвид дека се зголемува бројот на статистички значајни објаснувачки фактори во услови на релативно мал примерок земји.

6.5. Влијанието на различните видови на меѓународен капитал врз инвестициите

Во оваа секција го испитуваме влијанието на повеќе објаснувачки фактори, меѓу кои акцентот е на различните видови на меѓународен капитал, врз домашните инвестиции. Бруто-инвестициите како процент од БДП, оттука, претставуваат зависна варијабла во економскиот модел.

Инвестициите претставуваат една од најнестабилните макроекономски категории, која покажува исклучително висок степен на варијабилност и непредвидливост. Високата инвестициска побарувачка во транзициските економии претставуваше силен магнет за странските инвеститори особено кон крајот на деведесетите години на минатиот век и првите години од новиот милениум. Поволните перспективи на најголем дел од овие економии, поради извесната политичка економска и институционална интеграција во ЕУ, беа дополнителна сигурност дека инвестициите ќе бидат реализирани во услови на повољно и стабилно опкружување. Во пресрет на големото проширување на ЕУ кон истокот во мај 2004 година, многу европски транзициски економии забрзано ја подобруваа бизнис-климата и имплементираа значајни институционални и структурни реформи, кои ја зголемуваа привлечноста на нивните национални економии како инвестициски дестинации.

За да го оцениме влијанието на различните видови меѓународен капитал врз бруто-инвестициите, повторно ќе користиме мултиваријантна статистичка панел анализа со динамички модел. Вообичаено, *бруто-инвестициите во претходниот период* се очекува да објаснат барем дел од тековната инвестициска активност. Имено, дури и во влошени макроекономски услови, некои инвестициски проекти се веќе во поодмината фаза и нивната реализација не трпи

одложување, бидејќи би повлекла огромни трошоци за приспособување. Според тоа, инвестициите во претходниот период имаат делумно влијание и врз остварените инвестиции во тековната година.

Инвестициската активност зависи и од фазата на економскиот циклус, односно нивото на агрегатна побарувачка кое преовладува. За да се избегне силната корелација меѓу инвестициите, кои се дел од БДП, и реалниот раст на самиот БДП, како индикатор за нивото на агрегатната побарувачка ја земаме *стапката на економскиот раст во претходниот период*.

Паричните дознаки на иселениците претставуваат парични приливи, кои статистички се регистрираат во тековната сметка на билансот на плаќања, а кои исто така, можат да влијаат на бруто-инвестициите. Нивното влијание зависи од распределбата на овие парични средства за лична потрошувачка и за бруто инвестиции. А ригорно, многу емпириски студии укажуваат на недоволната алокација на овие средства за инвестиции и тоа е образец во светски рамки.

Реалната каматна стапка е параметар за оценка на економската оправданост на инвестициските проекти и таа е инверзно поврзана со нивото на инвестициска активност. Повисоката каматна стапка го отежнува финансирањето на инвестициските проекти и ја доведува во прашање нивната економска оправданост.

Конечно, *приливот на странски капитал* се очекува да ги дополни скромните капитални фондови во транзициските економии и да даде дополнителен стимул за инвестициската активност. Сепак, потребно е да се истакне дека странскиот капитал може да биде супститут (замена) или комплемент (дополнување) на домашните инвестиции. Доколку коефициентот на СДИ е негативен, тоа би укажало на фактот дека странските компании ги истиснуваат домашните инвестиции и дејствуваат како нивна замена. Ваквата ситуација би била можна, доколку странските инвеститори ги уништуваат локалните фирми – конкуренти или им одземаат сериозен дел од пазарното учество. Од друга страна, често пати мултинационалните компании ги користат малите национални економии како нискотрошочни платформи за извоз во трети земји, при што не се натпреваруваат со локалните компании. Во таквите случаи, СДИ ќе дејствуваат како дополнување на домашните инвестиции и коефициентот ќе има позитивен предзнак. Корисно е да се спореди и големината на оценетите коефициенти кај СДИ и кај банкарските заеми за да се оцени релативната важност на различните категории меѓународен капитал за поттикнување на инвестициската активност.

Табелата 9 содржи шест колони со емпириски резултати, од кои првите три колони се однесуваат на регресиите за целиот примерок од 30 економии, а резултатите од четвртата до шестата колона се однесуваат само на 14 транзициски економии, меѓу кои и Република Македонија.

Табела 10. Влијанието на различните видови на меѓународен капитал врз домашни бруто-инвестиции, 1996-2015 година (динамички панел модел)

Зависна варијабла: Домашни бруто-инвестиции (во проценти од БДП)

Објаснувачки фактори	29 економии					
	(16 економии во подем и 13 транзициски економии)			13 транзициски економии		
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Бруто инвестиции во претходната година	0.20** (0.095)	0.18* (0.101)	0.18* (0.100)	0.36*** (0.113)	0.30** (0.120)	0.30** (0.126)
Стапка на економски раст во претходната година	0.20*** (0.070)	0.21*** (0.073)	0.21*** (0.070)	0.10* (0.085)	0.14* (0.084)	0.14* (0.086)
Парични дознаки на иселениците (процент од БДП)	0.09 (0.103)	0.09 (0.105)	0.09 (0.106)	0.07 (0.090)	0.07 (0.093)	0.07 (0.093)
Реална каматна стапка	-0.02 (0.017)	-0.02 (0.018)	-0.02 (0.018)	-0.04* (0.024)	-0.04 (0.028)	-0.04 (0.029)
Нето текови на странски капитал (во процент од БДП)	0.30*** (0.045)			0.35*** (0.061)		
Странски капитал во домашни обврзници (процент од БДП)		0.16*** (0.053)	-0.11 (0.091)		0.14* (0.077)	-0.09 (0.138)
Странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (процент од БДП)		0.30*** (0.048)			0.32*** (0.071)	
Странски директни инвестиции, нето (процент од БДП)			0.29*** (0.098)			0.31*** (0.117)
Странски портфолио инвестиции (искл. странски капитал во домашни обврзници), нето (процент од БДП)			0.28*** (0.083)			0.22 (0.143)
Други инвестициски текови, нето (процент од БДП)			0.31*** (0.042)			0.32*** (0.059)
Константа (отсечок)	17.63*** (2.226)	18.16*** (2.305)	18.24*** (2.351)	14.00*** (2.548)	15.92*** (2.704)	15.90*** (2.936)
Број на опсервации	508	513	513	225	228	228
Број на економии	29	29	29	13	13	13
Арелано-Бонд тест за AR (1) во разликите (<i>p</i> вредност)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Арелано-Бонд тест за AR (2) во разликите (<i>p</i> вредност)	0.79	0.954	0.844	0.944	0.395	0.287
Хансен тест за заедничка валидност на инструментите (<i>p</i> вредност)	0.118	0.118	0.113	0.889	0.697	0.723

Извор: Регрсии кои користат меѓународно споредливи податоци од ММФ и Светската банка. (а) Сите податоци се на годишно ниво. (б) Сите регрсии користат вештачки променливи за секоја година. (в) Во заградите се прикажани т.н. робусни стандардни грешки. (г) ***, ** и * означуваат статистичка значајност на ниво од 1%, 5% и 10%. (д) регресиите се базираат на динамички панел модел („системски генерализиран метод на моменти“) со минимален можен број инструменти.

Сосема очекувано, домашните бруто-инвестиции се тешко предвидлива категорија, кај која минатите движења нудат само мала помош при предвидувањето. Вредноста на коефициентот на бруто-инвестициите во минатиот период се движи во дијапазон од 0,18 до 0,36, а тој е статистички значаен при различни нивоа.

Динамиката на деловната активност е доловена преку стапката на реалниот раст на БДП во минатиот период. Забрзувањето на стапката на економскиот раст во претходната година за 1 процентен поен се пресликува во повисоки домашни бруто-инвестиции како процент од БДП во тековната година меѓу 0,1 и 0,2 процентни поени. Паричните дознаки на иселениците се

покажуваат како статистички незначаен објаснувачки фактор на бруто-инвестициите, што е во согласност со очекувањата дека е нивната намена првенствено за лична потрошувачка.

Со исклучок на странските портфолио-инвестиции, останатите видови меѓународен капитал имаат влијание врз нивото на инвестициската активност во транзициските економии. Зголемувањето на СДИ за 1% од БДП се пресликува во 0,31 проценти повисоки бруто-инвестиции (како процент од БДП) во транзициските економии, при непроменетост на останатите фактори. Идентичен и поволен ефект имаат и странските банкарски заеми и трговски кредити, доловени преку „другите инвестициски нето-текови“. Зголемувањето на задолжувањата за само 1% од БДП се пресликува во 0,32 проценти повисоки бруто-инвестиции (како процент од БДП) во транзициските економии, при непроменетост на останатите фактори. Споредбата на големината на оценетите коефициенти кај СДИ и кај „другите инвестициски текови“ укажува дека тие имаат иста важност во поттикнувањето на инвестициската активност.

6.6. Влијанието на различните видови на меѓународен капитал врз личната потрошувачка

Во продолжение ќе ги испитаме економските ефекти на различните видови меѓународен капитал врз финалната потрошувачка на домаќинствата, уште позната и како лична потрошувачка. Според тоа, личната потрошувачка како процент од БДП ќе претставува зависна варијабла во економскиот модел.

Личната потрошувачка е многу стабилна макроекономска категорија, со силна вградена инерција во себе, имајќи предвид дека тешко и бавно се менуваат потрошувачките навики. Од тие причини, во динамичката панел анализа е вклучена и *личната потрошувачка како процент од БДП од претходната година* во списокот на објаснувачките фактори.

Парични дознаки на иселениците. Во регресиите на економскиот раст се покажа дека паричните дознаки на иселениците, изразени во проценти од БДП, имаат одредено влијание врз реалниот раст на БДП, но тоа беше помало од нето-приливите на меѓународниот капитал. Многу емпириски студии и лични приказни упатуваат на тоа дека најголем процент од овие парични дознаки завршува за лична потрошувачка, а сосема мал процент оди во поддршка на инвестициската активност. Од тие причини, очекуваме повисоките приливи на парични дознаки на иселениците да бидат поврзани и со повисока лична потрошувачка.

Стапка на инфлација. За да се доловат макроекономските услови и степенот на ценовна стабилност, меѓу објаснувачките фактори ја вклучуваме и стапката на инфлација. Повисокото

ценовно ниво ја намалува куповната моќ на граѓаните, а со тоа и претпоставената лична потрошувачка.

Различни видови на меѓународен капитал. Како и во претходниот случај, првата регресија го проценува само учеството на нето-тековите на меѓународниот капитал, а во втората регресија нето-тековите на меѓународниот капитал се расчленуваат во две групи: (1) странски капитал во домашни обврзници и (2) странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници. Бидејќи втората група опфаќа неколку компоненти, во третата регресија се врши натамошно расчленување на странскиот капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници, во три групи: (1) странски директни инвестиции, нето; (2) странски портфолио-инвестиции (исклучувајќи го странскиот капитал во домашни обврзници), нето; и (3) други инвестициски текови, меѓу кои позначајни се банкарските заеми. Сите видови меѓународен капитал се изразени во проценти од БДП во конкретната година и земја.

Буџетско салдо. Важна улога во донесувањето на потрошувачките одлуки имаат и фискалната позиција доловена преку буџетското салдо. Според Рикардовата еквиваленција, повисокиот буџетски дефицит денес би можел да значи поголемо фискално оптоварување во иднина. За да се одвојат средства за идните зголемувања на фискалното оптоварување се претпоставува дека рационалните економски агенти ќе ја одложат (намалат) тековната лична потрошувачка. Во банкарските системи со низок депозитен потенцијал, позајмувањето од страна на државата од домашните банки може да го намали расположливиот потенцијал за кредитирање на граѓаните и фирмите или може да изврши нагорен притисок врз каматните стапки, што исто така, негативно ја погодува личната потрошувачка. Според тоа, се очекува буџетското салдо да биде во негативна корелација со личната потрошувачка, изразена во проценти од БДП.

Кредити кон приватниот сектор (во процент од БДП). Вообичаено, оваа варијабла во академската литература се користи како груб индикатор за развиеноста на финансискиот систем и пристапот до позајмливи фондови. Во принцип, повисокиот процент на кредити кон приватниот сектор би можел да значи и поголема лична потрошувачка. Се разбира, многу побитна е декомпозицијата на кредитите кон секторот фирми и секторот домаќинства. Сепак, во недостиг на овие податоци ќе го користиме второто најдобро решение, односно кредитите кон приватниот сектор (во процент од БДП).

Табела 11. Влијание на различните текови на меѓународен капитал врз личната потрошувачка, 1996-2015 година (динамички панел)

Зависна варијабла: Лична потрошувачка (во проценти од БДП)

Објаснувачки фактори	30 економии					
	(16 економии во подем и 14 транзициски економии)			14 транзициски економии		
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Лична потрошувачка (процент од БДП) во претходната година (C_{t-1})	0.86*** [0.06]	0.86*** [0.06]	0.85*** [0.06]	0.87*** [0.09]	0.87*** [0.09]	0.86*** [0.09]
Парични дознаки на иселениците (процент од БДП)	0.09** [0.04]	0.09** [0.04]	0.09** [0.04]	0.11** [0.05]	0.11** [0.05]	0.12** [0.05]
Природен логаритам (1 + стапка на инфлација)	-0.01 [0.04]	-0.02 [0.04]	-0.02 [0.04]	0.00 [0.04]	0.00 [0.04]	0.00 [0.04]
Кредити на приватниот сектор (во процент од БДП)	0.00 [0.01]	0.00 [0.01]	0.00 [0.01]	-0.01 [0.02]	-0.01 [0.02]	-0.01 [0.02]
Буџетско салдо (во процент од БДП)	-0.11** [0.05]	-0.13** [0.05]	-0.13** [0.05]	-0.11** [0.07]	-0.14** [0.07]	-0.12** [0.07]
Нето текови на странски капитал (во процент од БДП)	0.05* [0.03]			0.06* [0.03]		
Странски капитал во домашни обврзници (процент од БДП)		0.05 [0.04]	-0.03 [0.07]		0.01 [0.05]	-0.24** [0.10]
Странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (процент од БДП)		0.07*** [0.02]			0.06*** [0.02]	
Странски директни инвестиции, нето (процент од БДП)			0.03 [0.04]			0.04 [0.04]
Странски портфолио инвестиции (искл. странски капитал во домашни обврзници), нето (процент од БДП)			0.080 [0.05]			0.26*** [0.09]
Други инвестициски текови, нето (процент од БДП)			0.09*** [0.03]			0.07*** [0.03]
Константа (отсечок)	4.56** [1.83]	5.12** [2.07]	4.98** [2.02]	5.10** [2.58]	5.20* [2.71]	5.74** [2.77]
Број на опсервации	492	497	497	233	236	236
Број на економии	30	30	30	14	14	14
Арелано-Бонд тест за AR (1) во разликите (p вредност)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Арелано-Бонд тест за AR (2) во разликите (p вредност)	0.15	0.18	0.17	0.74	0.57	0.64
Хансен тест за заедничка валидност на инструментите (p вредност)	0.37	0.43	0.45	0.62	0.55	0.57

Извор: Регресии кои користат меѓународно споредливи податоци од ММФ и Светската банка. (а) Сите податоци се на годишно ниво. (б) Сите регресии користат вештачки променливи за секоја година. (в) Во заградите се прикажани т.н. робусни стандардни грешки. (г) ***, ** и * означуваат статистичка значајност на ниво од 1%, 5% и 10%. (д) регресиите се базираат на динамички панел модел („system GMM“) со минимален можен број на инструменти.

Емпириските резултати упатуваат на тоа дека личната потрошувачка има многу силна, вградена компонента на инерција, имајќи предвид дека минатите остварувања се силен објаснувачки фактор на денешните потрошувачки одлуки. Коефициентот е статистички значаен на ниво од 1% и се движи од 0,85 до 0,87.

Паричните дознаки кон иселениците се статистички и економски значаен фактор на личната потрошувачка. Во просек, доколку се зголемат за 1% од БДП се очекува тие да влијаат на 0,09 до 0,12 процентни поени повисок однос лична потрошувачка-БДП во анализираниот период, доколку останатите фактори се непроменети. Овој резултат е конзистентен со претходните

емпириски проценки, бидејќи потврдува дека паричните дознаки кон иселениците влијаат врз економскиот раст преку еден канал: личната потрошувачка. Нивното влијание врз бруто-инвестициите беше статистички незначајно, што не беше случај со нето-приливите на меѓународниот капитал. Имено, различните видови меѓународен капитал влијаеа и врз личната потрошувачка и врз бруто-инвестициите, што го објаснува нивниот посилен кумулативен и позитивен ефект врз стапката на економскиот раст.

Странските директни инвестиции не покажуваат статистичка значајна поврзаност со личната потрошувачка. За разлика од нив, порастот на странски портфолио-инвестиции и другите инвестициски текови (пред сè, банкарските заеми) влијае на зголемување на личната потрошувачка. Зголемувањето на странските портфолио-инвестиции (како процент од БДП) за 1% од БДП се очекува да предизвика пораст на личната потрошувачка (како процент од БДП) од 0,26 процентни поени, доколку сè друго остане непроменето. Влијанието на другите инвестициски текови (како процент од БДП) е многу помало со оглед дека нивниот пораст се пресликува во пораст на личната потрошувачка од само 0,07 процентни поени.

6.7. Влијанието на различните видови на меѓународен капитал врз штедењето

Во оваа секција ќе бидат проучени ефектите, кои ги имаат различните видови меѓународен капитал врз националното бруто-штедењево двата примерока: (а)30 земји во развој и земји во транзиција и (б) 14 земји во транзиција.Зависна варијабла во моделот е стапката на национално бруто-штедење, која е пресметана како однос меѓу националното бруто-штедење во домашна валута и БДП, изразен во домашна валута и според тековни цени. Во еден од основните макроекономски идентитети, националното бруто-штедење е еднакво на расположливиот бруто-доход, намален за финалната потрошувачка, откако се вршат неопходните приспособувања за средствата во пензиските фондови.

Според една група макроекономисти, нето-приливите на меѓународниот капитал имаат негативно влијание врз стапката на национално бруто-штедење, бидејќи можат да го олеснат пристапот до кредитите на банкарскиот сектор и со тоа да ги прошират потрошувачките можности. Во економиите кои искусиле наплив на странски капитал и силен кредитен раст, потрошувачката на економските субјекти лесно може да ги надмине нивните доходни можности.

Штедењето и економскиот раст. Досега неспорен емпириски факте тоа дека економскиот раст позитивно влијае на штедењето. Земјите кои остваруваат повисоки стапки на економски раст и имаат повисок доход по жител можат да си дозволат да одвојат поголем процент

од расположливиот доход за штедење. Хипотезата за животниот циклус на потрошувачката и штедењето на Франко Модиглиани (Modigliani 1970) сметаше дека забрзувањето на економската активност го зголемува штедењето, бидејќи го зголемува доходот на помладите генерации за сметка на повозрасното население. Друга група економисти го поддржуваше позитивното влијание на економскиот раст врз штедењето со потрошувачките навики на економските агенти, кои бавно се менуваат и приспособуваат на доходот. Бидејќи повеќето зголемувања на доходот се перцепираат како привремени (минливи), голем дел од економските субјекти реагираат на зголемувањето на доходот со бавно менување на личната потрошувачка и побрз пораст на штедењето. Трета група економисти верува дека крајниот исход во голема мера зависи од развојот на финансискиот систем. Доколку тој не е доволно развиен, тогаш не постои солидна понуда на финансиски инструменти. Економски субјекти со финансиски суфицит се одлучуваат за класично штедење во форма на депозити, а оние кои имаат финансиски дефицит речиси и немаат пристап до банкарските кредити.

Штедењето и нивото на економска развиеност. Развиените пазарни стопанства можеби не остваруваат високи стапки на економски раст, но нивото на доход по жител дозволува економските агенти да имаат значително повисок расположлив доход во однос на земјите во развој. На тој начин, тие можат да одвојат поголем процент од својот доход за штедење. Од тие причини, нивото на економска развиеност, изразено преку природниот логаритам на БДП по жител, ќе биде употребено како еден од објаснувачките фактори на динамиката на националното бруто-штедење.

Парични дознаки на иселениците. Со оглед дека многу земји во развој и земји во транзиција се потпираат на паричните дознаки од иселениците и нив ги вклучуваме како потенцијален објаснувачки фактор. Доколку се на перманентна и стабилна основа, би се очекувало паричните дознаки на иселениците да влијаат врз потрошувачката, но не и врз штедењето. Доколку пак тие се перцепираат како повремени, нестабилни и несигурни, тогаш паричните дознаки од иселениците би имале позитивно влијание врз националното бруто-штедење.

Табелата 12 содржи шест колони со емпириски резултати, од кои првите три колони се однесуваат на регресиите за целиот примерок од 30 економии, а резултатите од четвртата до шестата колона се однесуваат само на 14 транзициски економии, меѓу кои и Република Македонија.

Табела 12. Влијание на различните текови на меѓународен капитал врз националното бруто-штедење, 1996-2015 година (динамички панел)

Објаснувачки фактори	30 економии (16 економии во подем и 14 транзициски економии)			14 транзициски економии		
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
	Бруто национално штедење во претходната година (S_{t-1})	0.68*** [0.09]	0.68*** [0.09]	0.68*** [0.09]	0.56*** [0.12]	0.57*** [0.10]
Стапка на економски раст	0.25*** [0.07]	0.23*** [0.07]	0.23*** [0.07]	0.22** [0.10]	0.22** [0.09]	0.22** [0.10]
Природен логаритам од БДП по жител	-0.11 [0.24]	-0.10 [0.25]	-0.13 [0.25]	0.47 [0.45]	0.41 [0.43]	0.30 [0.49]
Парични дознаки на иселениците (процент од БДП)	0.02 [0.05]	0.02 [0.05]	0.02 [0.05]	0.03 [0.04]	0.03 [0.04]	0.02 [0.04]
Природен логаритам (1 + стапка на инфлација)	0.04 [0.28]	0.08 [0.29]	0.08 [0.29]	0.48 [0.38]	0.51 [0.39]	0.51 [0.38]
Развој на финансискиот систем	0.03* [0.02]	0.03* [0.02]	0.03* [0.02]	0.06 [0.04]	0.05 [0.04]	0.06 [0.04]
Стапка на старосна зависност	-0.06*** [0.02]	-0.06*** [0.02]	-0.06*** [0.02]	0.08 [0.06]	0.07 [0.06]	0.07 [0.06]
Нето текови на странски капитал (во процент од БДП)	-0.17*** [0.04]			-0.15*** [0.04]		
Странски капитал во домашни обврзници (процент од БДП)		-0.16*** [0.05]	0.01 [0.06]		-0.14*** [0.04]	0.08 [0.12]
Странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (процент од БДП)		-0.18*** [0.03]			-0.17*** [0.03]	
Странски директни инвестиции, нето (процент од БДП)			-0.19*** [0.06]			-0.19*** [0.07]
Странски портфолио инвестиции (искл. странски капитал во домашни обврзници), нето (процент од БДП)			-0.17*** [0.05]			-0.21** [0.09]
Други инвестициски текови, нето (процент од БДП)			-0.18*** [0.03]			-0.17*** [0.04]
Константа (отсечок)	9.08*** [2.98]	9.17*** [3.22]	9.55*** [3.45]	-1.35 [5.01]	-0.51 [4.93]	0.77 [5.52]
Број на опсервации	524	529	529	245	248	248
Број на економии	30	30	30	14	14	14
Арелано-Бонд тест за AR (1) во разликите (p вредност)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Арелано-Бонд тест за AR (2) во разликите (p вредност)	0.28	0.27	0.29	0.69	0.74	0.70
Хансен тест за заедничка валидност на инструментите (p вредност)	0.52	0.70	0.69	0.17	0.19	0.19

Извор: Регрсии кои користат меѓународно споредливи податоци од ММФ и Светската банка. (а) Сите податоци се на годишно ниво. (б) Сите регрсии користат вештачки променливи за секоја година. (в) Во заградите се прикажани т.н. робусни стандардни грешки. (г) ***, ** и * означуваат статистичка значајност на ниво од 1%, 5% и 10%. (д) регрсиите се базираат на динамички панел модел со минимален можен број на инструменти.

Емпириските резултати даваат интересна слика во поглед на влијанието на нето-приливите на меѓународниот капитал. Со исклучок на странскиот капитал вложен во домашни обврзници, сите останати видови меѓународен капитал предизвикуваат пад на националното штедење. Искуствата на Португалија и Грција, очигледно, вajat и за 16-те земји во развој и 14-те транзициски економии, со тоа што падот на бруто националното штедење не е толку драматичен.

На пример, во транзициските економии, зголемувањето за 1% од БДП на нето-приливите по основа на СДИ, странските портфолио-инвестиции и другите инвестициски текови го намалуваат националното бруто-штедење за 0,19, 0,21 и 0,17 проценти од БДП. Во целина, порастот на нето-приливот на странски капитал за 1% од БДП во 14-те транзициски економии предизвикува намалување на националното бруто-штедење за 0,15 проценти од БДП. Ако се има предвид дека овие економии привлекуваа многу поголеми износи на странски капитал, лесно може да се заклучи дека кумулативниот ефект бил многу поголем.

6.8. Влијанието на различните текови на меѓународен капитал врз вкупната факторска продуктивност

Во оваа секција ги испитуваме економските ефекти на различните видови меѓународен капитал врз вкупната факторска продуктивност. Вкупната факторска продуктивност е всушност придонесот на сите фактори кои во сметководството на економскиот раст се квантифицираат како резидуални, откако ќе се процени придонесот на трудот и капиталот.

Образованието, вложувањата во истражување и развој, зголемувањето на вкупниот фонд на квалификации, знаења и вештини на вработените и сите останати фактори, кои се тешко мерливи, а влијаат врз економскиот раст, се групирани во категоријата вкупна факторска продуктивност. Оваа категорија во најширока смисла на зборот го отсликува дострелот на научно-технолошкиот прогрес и последната состојба на техниката. Таа вообичаено се пресметува како резидуал во сметководството на економскиот раст, откако ќе се квантифицираат придонесите од прирастот на трудот и физичкиот капитал.

На Графиконот⁵⁷ е прикажан односот меѓу прирастот на вкупната факторска продуктивност и динамиката на нето-приливите на меѓународниот капитал (како процент од БДП) во анализираниите 30 економии во периодот од 1996 до 2015 година. Очигледно, постои позитивна корелираност меѓу двете макроекономски варијабли, односно земјите кои имаат прираст на вкупната факторска продуктивност се и оние кои примаат поголеми нето-приливи на меѓународен капитал.³⁹ Во набљудуваните две децении (1996-2014 година), капиталот патуваше токму кон

³⁹Интересно е да се одбележи дека овие трендови се сосема поинакви од оние кои владееја од 1980 до 2000 година и кога постоеше негативна асоцијација за нето-приливите на меѓународниот капитал и прирастот на вкупната факторска продуктивност. Така на пример, иако бележеа повисоки инвестиции и повисок прираст на вкупната факторска продуктивност, нето-приливите на меѓународниот капитал не патуваа кон земјите во развој. Оттука, и многу се говореше за валидноста на Лукасовиот парадокс или замката на алокација на странскиот капитал, како што потенцираат Gourinchas and Jeanne (2013).

земјите во развој и земјите во транзиција, кои имаа релативно повисок прираст на вкупната факторска продуктивност.

Позитивната корелација опстојува дури и кога ќе се земаат просечните дведесетински вредности на нето-приливите на меѓународниот капитал и просечниот дведесетински прираст на вкупната факторска продуктивност. Така, на Графиконот 58 можат да се воочат четири групи економии:

- економии со нето-приливи на меѓународниот капитал и прираст на вкупната факторска продуктивност: Естонија, Романија, Молдавија, Литванија, Словачка, Словенија, Македонија, Албанија, Индија, Филипини и Перу;

Графикон 57. Прирастот на вкупната факторска продуктивност и нето-приливите на меѓународниот капитал (како процент од БДП) во 30 економии, 1996-2015 година



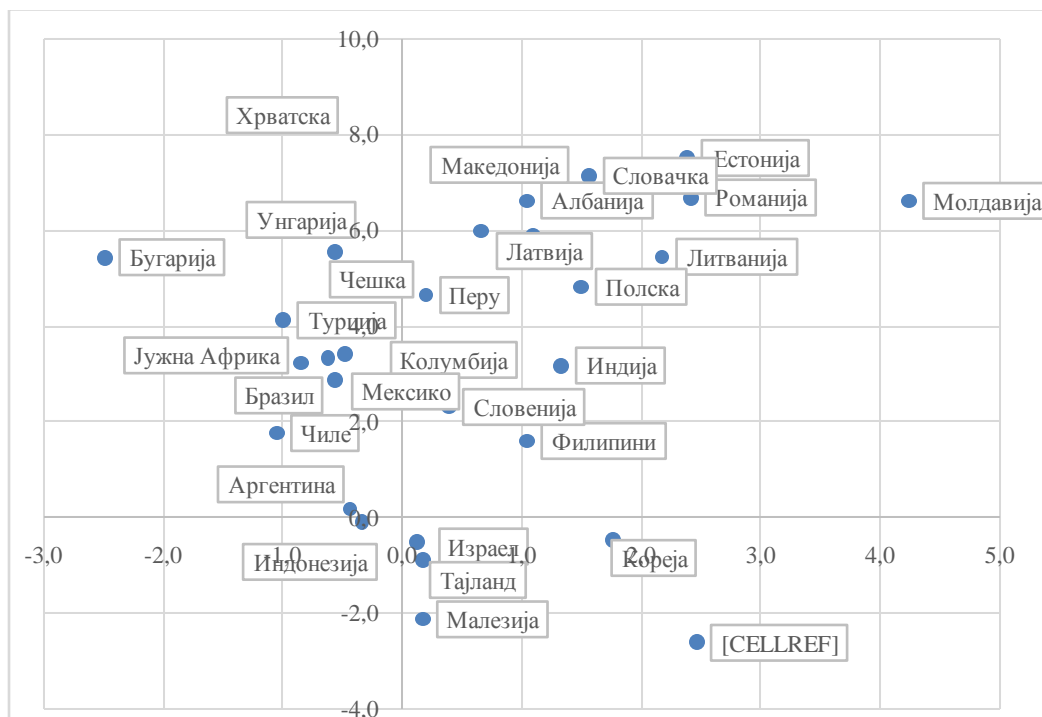
- економии со нето-одливи на меѓународниот капитал и прираст на вкупната факторска продуктивност: Руска Федерација, Јужна Кореја, Тајланд, Малезија, Израел и Индонезија;

- економии со нето-приливи на меѓународниот капитал и негативен прираст на вкупната факторска продуктивност: Хрватска, Унгарија, Чешка, Турција, Бугарија, Јужна Африка, Бразил, Чиле, Мексико и Колумбија;

- економии со нето-одливи на

меѓународниот капитал и негативен прираст на вкупната факторска продуктивност: Индонезија.

Графикон 58. Просечен пораст на вкупната факторска продуктивност и нето-приливите на меѓународниот капитал (како процент од БДП) во 30 економији, 1996-2015 година



Извор: Пресметки на авторот.

6.9. Влијанието на различните видови меѓународен капитал врз реалниот девизен курс

Речиси сите емпириски студии предупредуваат дека нето-приливот на меѓународниот капитал, по правило, врши силни притисоци за апрецијација на номиналниот и реалниот девизен курс. Овие притисоци можат да бидат неутрализирани преку стерилизација од страна на централната банка, но и нејзините интервенции и одбраната на девизниот курс имаат своја цена и свои граници.

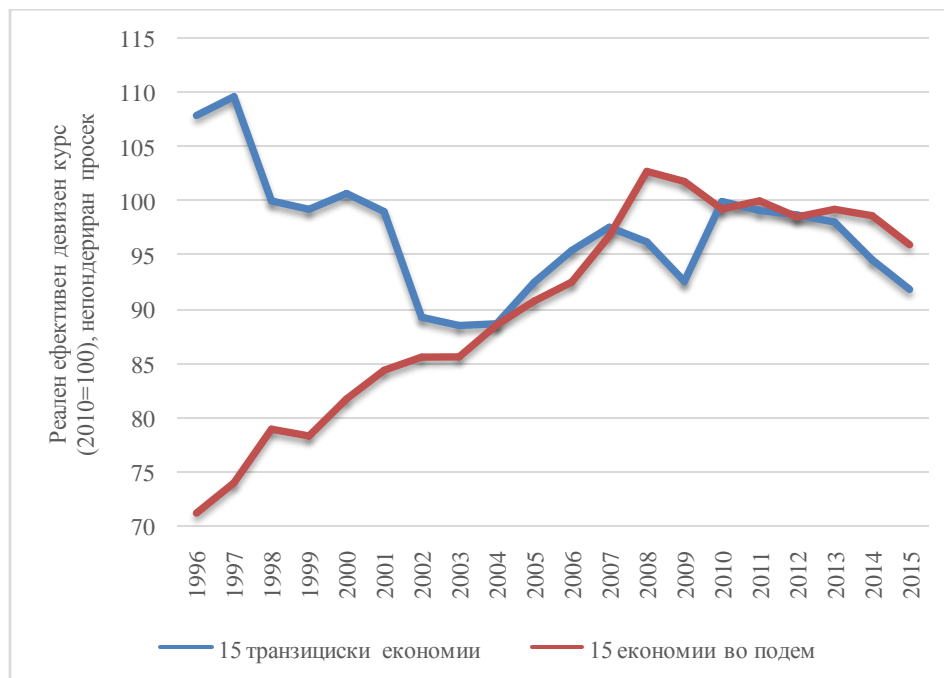
Податоците за реалниот ефективен девизен курс (РЕДК) се преземени од Банката за меѓународни порамнувања во Базел. Тие се темелат на индексот на потрошувачки цени и ја земаат 2010 година како заедничка база (2010=100). Со оглед дека станува збор за месечни податоци, истите се агрегирани на годишно ниво. РЕДК е пресметан на следниот начин:

$$REER_t = \frac{NEER_t * CPI_t}{CPI_t^F}$$

каде $NEER_t$ е номиналниот ефективен девизен курс, CPI_t е индексот на потрошувачки цени во конкретната земја, а CPI_t^F претставува геометриски просек на индексот на потрошувачки цени во сите земји, кои се трговски партнери. Зголемувањето на индексот на РЕДК означува апрецијација на националната валута во однос на валутите на трговските партнери.

Визуелната проверка на движењето на РЕДК (Графикон 59) покажува дека до избувнувањето на глобалната финансиска криза во 2007-08 година имало долгорочен тренд на реална апрецијација на девизниот курс во 16-те економии во развој, по што следува посткризен период на депрецијација.

Графикон 59. Реалниот ефективен девизен курс (2010=100) на економиите во подем и транзициските економии, 1996-2015 година



Извор: Податоците се преземени од Банката за меѓународни порамнувања, 2016 година. Забелешка: Просеците не се пондерирани.

Од 2004 до 2007 година, транзициските економии бележат многу силна апрецијација, што се совпаѓа со фазата на експанзија на светската економија, обилните нето-приливи на меѓународниот капитал и порастот на продуктивноста во секторот на разменливи добра и услуги (т.н. Семјуелсон-Баласа ефект). Погоа следува нов бран на депрецијација во екот на огромниот

одлив на капиталот и раздолжувањето на европските банки, кое беше придружено со остар пад на кредитирањето. По малото закрепнување, трендот на депрецијација продолжува со релативно поголеми промени во однос на економите во подем. Влијанието на нето-приливите на меѓународниот капитал врз апрецијацијата на девизниот курс може да биде компензирано или намалено, преку интервенцијата на централната банка во насока на подигнување на каматната стапка.

6.10. Влијанието на различните текови на меѓународен капитал врз кредитниот раст

Еден од преткризните трендови во европските банкарски системи беше одвојувањето на депозитниот од кредитниот раст. Финансирањето на побрзиот кредитен раст од депозитен раст беше овозможено преку нето-приливите на меѓународен капитал. Така на пример, во Европската унија односот депозити-БДП се зголеми од 57% во 1999 година на 89% во 2007 година, додека односот кредити-БДП се зголеми од 67% во 1999 година на дури 107% во 2007 година. Исто така, и во примерокот на 14-те транзициски економии, односот депозити-БДП се зголеми двојно, односно од 28,2% во 1999 година на 42,4% во 2007 година, додека односот кредити-БДП се зголеми од 23,6% во 1999 година на 45,7% во 2007 година.

Значаен дел од кредитниот раст беше овозможен преку големиот пораст на прекуграничните банкарски позајмувања, отворањето на странски филијали или подружници и зголеменото тргување со финансиски деривативи. Колку за илустрација, во истиот период, „другите инвестициски нето-текови“, во кои најзначајна компонента се странските банкарски заеми, пораснаа од просечни 0,7% од БДП во 1999 година на просечно, 8,6% од БДП во 2007 година во 14-те транзициски економии. Во прегледот на емпириската литература беше посочено дека капиталните текови беа најмногу насочувани во оние економии, кои имаа највисок степен на либерализација на финансиските системи и кои беа квалификувани како „напредни транзициски економии“ (на пр., Bakker and Charple, 2003).

Важно е да се истакне дека односот меѓу нето-тековите на капитал и кредитниот раст може да биде директен (преку нето-приливот на странски капитал во домашните банки) или индиректен (преку влијанието на нето-приливот на странски капитал врз домашните макроекономски и финансиски варијабли, кои пак, имаат влијание врз понудата и побарувачката за кредити).

Растот на кредитите кон приватниот сектор е зависна варијабла во овој модел. Таа е дефинирана како промена на односот кредити кон приватен сектор и БДП во две последователни години:

$$PSCG_{i,t} = \frac{PSC_{i,t}}{GDP_{i,t}} - \frac{PSC_{i,t-1}}{GDP_{i,t-1}}$$

каде $PSCG_{i,t}$ означува раст на кредитите кон приватниот сектор (како процент од БДП), $PSC_{i,t}$ е износот на кредити кон приватниот сектор, а $GDP_{i,t}$ е бруто домашниот производ во конкретна година (t) и економија (i). Податоците се преземени од статистичките бази на ММФ.

Проценката на влијанието на различните видови меѓународен капитал се прави со изолирање на нивниот ефект преку мултиваријантна статистичка анализа.

Во согласност со теоретската и емпириската литература, меѓу објаснувачките фактори го вклучуваме *кредитниот раст во претходниот период*. Како и кај другите макроекономски категории, во моделот се очекува присуство на вградена инерција или постојаност во временската серија.

Паричните дознаки на иселениците (како процент од БДП), кои беа и досега секаде вклучувани во анализата, се очекува да бидат или негативно поврзани со кредитниот раст или да не постои систематска поврзаност. Имено, приемот на парични дознаки го зголемува расположливиот доход за трошење и може, но не мора нужно да ја намали потребата за кредитирање.

Референтната каматна стапка е сигналот, кој го праќаат монетарните власти до финансиските институции, но и извонредно важен инпут при пазарното одредување на каматните стапки и одлуките за кредитирање на приватниот сектор. Зголемувањето на референтната каматна стапка е инструмент на рестриктивната монетарна политика и се очекува да се преслика во поскап и помал обем на кредитирање од страна на финансиските институции. Референтната каматна стапка може и индиректно да влијае на кредитниот раст, во случаите кога таа се користи од страна на централната банка како инструмент за спречување на високиот прилив на странски капитал во банкарскиот сектор. Сnižувањето на каматната стапка, со цел да се намали интересот за прилив на странски капитал, создава амбиент на ниски каматни стапки, кој може да произведе прекумерно преземање ризици од страна на банките и брз пораст на домашната побарувачка.

Буџетско салдо (процент од БДП). Подобрувањето на буџетското салдо (намалувањето на буџетскиот дефицит или зголемувањето на буџетскиот суфицит) се очекува да резултира во: (а) помала потреба од финансирање на буџетскиот дефицит или (б) зголемување на депозитите на државата во случај на повисок буџетски суфицит. И во двата случаја, помалиот буџетски дефицит или повисокиот буџетски суфицит се очекува да има поволен ефект врз порастот на кредитите на приватниот сектор. Од тие причини, *a priori* постои голема веројатност за позитивна корелација

меѓу буџетската позиција (салдото на општиот владин буџет) и порастот на кредитите кон приватниот сектор (како процент од БДП).

Особено интересни се релациите меѓу различните видови на меѓународен капитал и растот на кредитите кон приватниот сектор. Приливот на странски директни инвестиции во нефинансискиот сектор се очекува да ја зголеми побарувачката за кредити, додека пак, зголемената сопственичка структура во финансискиот сектор би требало да ја зголеми палетата на финансиски услуги и понудата на кредити. Силен ефект врз растот на кредитите кон приватниот сектор се очекува да има влезот на европските банкарски групации, кои имаат подобра репутација, повеќе искуство и поголем депозитен потенцијал од локалните банки. Сепак, мора да се нагласи дека не секој кредитен раст се потпира на здрави фундаменти. Напливите на странски нето-капитал често знаеја да резултираат во вишок на понуда на кредити, значително релаксирани услови на кредитирање и прекумерен кредитен раст. Во монетарната теорија и практика, таквите епизоди беа квалификувани како кредитен бум („credit boom“), кој може да ја разниша ценовната стабилност или да го поттикне создавањето на ценовни меури на пазарот на недвижности.

Табелата 13 содржи шест колони со емпириски резултати, од кои првите три колони се однесуваат на регресиите за целиот примерок од 30 економии, а резултатите од четвртата до шестата колона се однесуваат само на 14 транзициски економии, меѓу кои и Република Македонија.

Табела 13. Влијание на различните текови на меѓународен капитал врз кредитниот раство 30 економии и 14 транзициски економии, 1996-2015 година (динамички панел)

Зависна варијабла: Раст на кредити на приватниот сектор (во проценти од БДП)

Објаснувачки фактори	30 економии (16 економии во подем и 14 транзициски економии)					
	30 економии (16 економии во подем и 14 транзициски економии)			14 транзициски економии		
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Раст на кредити на приватниот сектор во претходната година ($PSCG_{t-1}$)	0.51*** (0.095)	0.51*** (0.095)	0.49*** (0.092)	0.52*** (0.153)	0.54*** (0.151)	0.55*** (0.112)
Раст на кредити на приватниот сектор пред две години ($PSCG_{t-2}$)	-0.13** (0.055)	-0.13** (0.053)	-0.12** (0.057)	0.00 (0.099)	-0.01 (0.092)	-0.03 (0.088)
Парични дознаки на иселениците (процент од БДП)	0.00 (0.030)	-0.01 (0.031)	0.01 (0.034)	-0.02 (0.032)	-0.02 (0.029)	-0.01 (0.033)
Референтна каматна стапка (во проценти)	0.01 (0.011)	0.00 (0.009)	0.00 (0.011)	0.03 (0.023)	0.02 (0.021)	0.01 (0.018)
Будетско салдо (во проценти од БДП)	0.28*** (0.077)	0.24*** (0.077)	0.25*** (0.071)	0.28*** (0.096)	0.18* (0.097)	0.26*** (0.098)
Нето текови на странски капитал (во процент од БДП)	0.16*** (0.049)			0.21*** (0.076)		
Странски капитал во домашни обврзници (процент од БДП)		0.01 (0.060)	-0.19 (0.292)		0.01 (0.064)	-0.94*** (0.331)
Странски капитал во домашна финансиска актива, која не содржи обврзници (процент од БДП)		0.18*** (0.043)			0.20*** (0.064)	
Странски директни инвестиции, нето (процент од БДП)			-0.12 (0.110)			-0.07 (0.077)
Странски портфолио инвестиции (искл. странски капитал во домашни обврзници), нето (процент од БДП)			0.29 (0.259)			1.06*** (0.284)
Други инвестициски текови, нето (процент од БДП)			0.32*** (0.066)			0.33*** (0.082)
Константа (отсечок)	0.76*** (0.298)	0.74*** (0.290)	1.43*** (0.362)	0.25 (0.615)	0.18 (0.554)	1.33** (0.539)
Број на опсервации	456	461	461	207	210	210
Број на економии	30	30	30	14	14	14
Арелано-Бонд тест за AR (1) во разликите (p вредност)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Арелано-Бонд тест за AR (2) во разликите (p вредност)	0.326	0.264	0.214	0.857	0.841	0.224
Хансен тест за заедничка валидност на инструментите (p вредност)	0.203	0.187	0.342	0.876	0.849	0.897

Извор: Регрсии кои користат меѓународно споредливи податоци од ММФ и Светската банка. (а) Сите податоци се на годишно ниво. (б) Сите регрсии користат вештачки променливи за секоја година. (в) Во заградите се прикажани т.н. робусни стандардни грешки. (г) ***, ** и * означуваат статистичка значајност на ниво од 1%, 5% и 10%. (д) регресиите се базираат на динамички панел модел („system GMM“) со минимален можен број инструменти.

Најголемо влијание врз растот на кредитите кон приватниот сектор имаат странските банкарски заеми и странските портфолио-инвестиции. Порастот од 1% од БДП на другите инвестициски текови (странските банкарски заеми) како процент од БДП се очекува да предизвика забрзување на стапката на растот на кредитите кон приватниот сектор за 0,33 процентни поени, доколку сите останати фактори останат непроменети. Од друга страна, порастот на странските портфолио инвестиции (како процент од БДП) ја зголемува стапката на раст на кредитите кон приватниот сектор за 1 процентен поен. Влијанието на нето-приливите на меѓународниот капитал и

во целиот примерок на земји и само кај транзициските економии е многу слично, имајќи ја предвид големината и статистичката значајност на оценетите коефициенти.

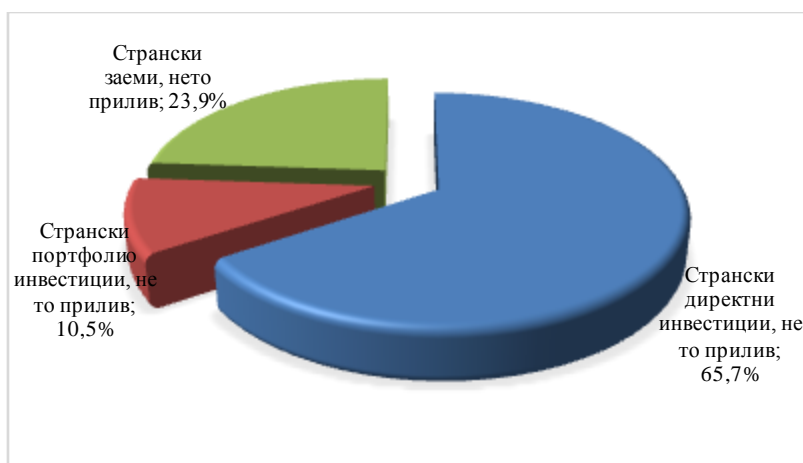
7. ЕФЕКТИТЕ ОД МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

7.1. Трендови во меѓународната финансиска интеграција на Република Македонија

7.1.1. Трендови на тековите на капитал во Република Македонија

Периодот на анализа е детерминиран од расположливите податоци, кои согласно со новата методологија на НБРМ и шестото издание на Прирачникот на ММФ за билансот на плаќања и меѓународната инвестициска позиција (ВРМ6) се протегаат наназад до 1998 година. Во просек, во изминатите 18 години, нето-приливите на меѓународен капитал во Република Македонија изнесуваа 6,3% од БДП. Како што е прикажано на Графиконот 60, безмалку две третини од нив беа нето-приливи по основа на СДИ, еквивалентно на 4,1% од БДП. Потоа, следуваа нето-приливите по основа на останати инвестициски текови (првенствено банкарски заеми), кои годишно, во просек, изнесуваа 1,5% од БДП или 23,9% од вкупните приливи. Нето-приливите по основа на странски портфолио-инвестиции, во просек, изнесуваа 0,7% од БДП или околу 10% од вкупните нето-приливи на меѓународен капитал.

Графикон 60. Структура на нето-приливите на странски капитал во Република Македонија, просек за периодот 1998-2015 година



Извор: Пресметки на авторот врз основа на податоци од НБРМ, 2016.

Во согласност со теоретските предвидувања, нето-приливот на СДИ во македонската економија се покажа најстабилна и најмалку реверзибилна категорија на меѓународен капитал. Најголемите приливи се регистрирани во периодот од 2006 до 2008 година и подоцна во 2011 година. Причината за зголемениот интерес на странскиот капитал беа длабоките и суштински реформи на деловното опкружување, кои во изминатата деценија за првпат ја покажаа Република Македонија на светската инвестициска карта. Многу странски инвеститори започнаа да ја перцепираат Република Македонија како порта за влез на европските пазари и како нова европска економија во подем. Вредно е да се одбележи дека и покрај европската должничка криза и општиот амбиент на несигурност, Република Македонија остана посветена на, и успешна во промоцијата и привлекувањето на СДИ како силен фактор на економскиот раст.

Странските портфолио инвестиции беа особено присутни во периодот пред избувнувањето на глобалната финансиска криза во 2007-08 година, кога главно словенечки и хрватски инвеститори вложуваа на македонскиот пазар на капитал. Подоцна, приливите по основа на странски портфолио-инвестиции беа претежно поврзани со емисиите на еврообврзници од страна на Република Македонија на меѓународниот пазар на капитал (Графикон 61).

Графикон 61. Вредност и структура на нето-приливите на странски капитал во Република Македонија, 1998-2015 година



Извор: НБРМ, 2016.

Таканаречените останати или други инвестиции, во кои доминираат банкарските заеми, ја зголемија својата важност во текот на Големата рецесија. Преку банкарските заеми беа финансирани значајни инвестиции во модернизација на инфраструктурата и градежните објекти на јавниот сектор. Покрај долгорочните користи, во согласност со ставовите на неоејнзијанската економска школа, овие позајмувања имаа и краткорочно, силно и позитивно влијание врз бруто домашниот производ.

На Графиконот 62 е прикажана декомпозиција на нето-тековите на капиталот на официјални и приватни текови. Нето-тековите на капитал се дефинираат како збир на нето-приливите по основа на странски директни инвестиции, нето странски портфолио-инвестиции, нето финансиски деривативи и нето други инвестиции. Нето приватните текови на капитал се дефинираат како збир на нето-приливите по основа на странски директни инвестиции, нето странски портфолио-инвестиции, нето финансиски деривативи и нето други инвестиции, исклучувајќи ги тековите на капитал, кои произлегуваат од трансакциите на општата или консолидираната државна власт („general government“) и монетарните власти.

Графикон 62. Официјални и приватни нето-приливи на странски капитал во Република Македонија, 1998-2015 година



Извор: НБРМ, 2016.

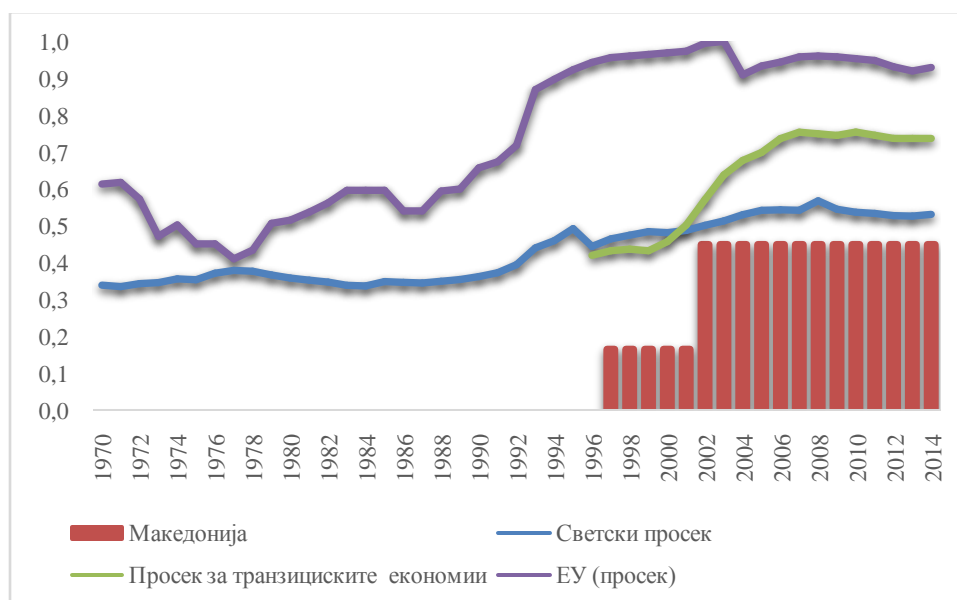
Официјалните текови на капиталот беа значајни кон крајот на деведесетите години на минатиот век, кога Република Македонија склучуваше аранжмани со значајни финансиски износи со ММФ и Светската банка. Подоцна, со избувнувањето на глобалната финансиска криза во 2007-08 година, повторно се обновува официјалните позајмувања преку приватните пазари на капиталот со цел да се ублажи падот на економската активност, да се обезбедат надворешни и поволни

извори на финансирање на буџетскиот дефицит. Овие политики ги спроведуваа многу европски економии, но ретко која од нив успеваше да го стабилизира аутпутот на краток рок.

7.1.2. Либерализацијата на капиталните трансакции во Република Македонија

Од аспект на либерализацијата на капиталните трансакции, компаративната анализа укажува на релативно низок степен на отвореност во европски и светски рамки. Отвореноста на агрегатната капитална (финансиска и капитална) сметка на билансот на плаќања е пониска во споредба со светскиот просек, со просекот на државите-членки на ЕУ и значително пониска во однос на просекот за транзициските економии (Графикон 63).

Графикон 63. Степен на либерализација на капиталните трансакции, 1970-2014 година



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) database и Chinn-Ito database, 2016 година.

Главниот исчекор во поглед на либерализацијата на капиталните трансакции беше направен со донесувањето на нов Закон за девизно работење во мај 2001 година.⁴⁰ Неговата примена се одложи за август 2002 година, со цел да се остави одреден период за приспособување и

⁴⁰ Законот за девизно работење беше донесен во мај 2001 година, но основниот текст претрпи многу измени до денес („Службен весник на Република Македонија“ бр. 34/01, 49/01, 103/01, 51/03, 81/08, 24/11, 135/11, 188/13, 97/15, 153/15 и 23/16. Со него се укина важењето на Законот за девизно работење од 1993 година („Службен весник на Република Македонија“ бр. 30/93).

подготовка. Во првата фаза беа воведени полиберални одредби за трговските кредити, како и за странските директни и портфолио-инвестиции. Натамошната либерализација на трансакциите поврзани со купопродажба на недвижности, странските портфолио-инвестиции и трансакциите во странство на домашните резиденти беше извршена во втората фаза.

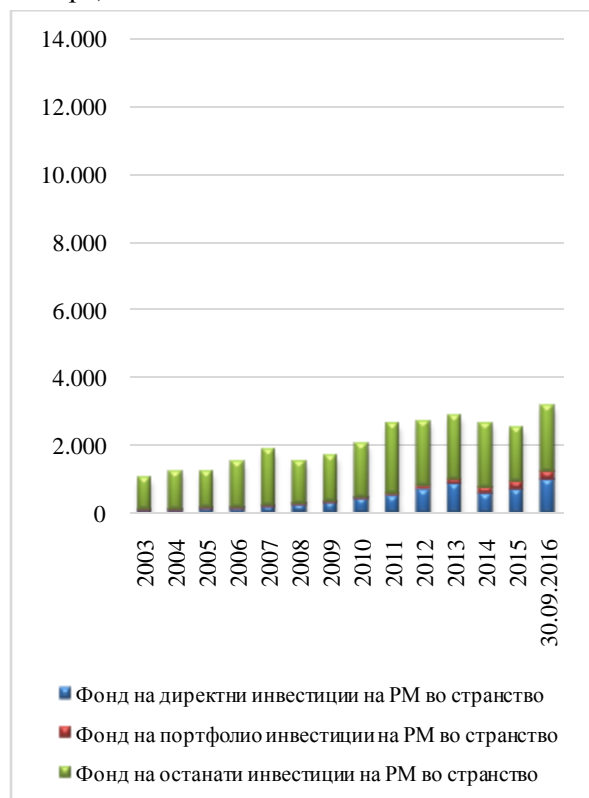
Практично, од 2002 година до денес, нема позначајно поместување во поглед на правниот режим на контролите на капиталот, а индексот за Република Македонија подолго време се одржува на ниво од 0,449 (на скала од 0 до 1, каде 0 е затворена капитална сметка или финансиска автархија, а 1 е целосно либерализирана капитална сметка).

7.1.3. Меѓународната инвестициска позиција на Република Македонија

Меѓународната инвестициска позиција на Република Македонија отсликува типична европска транзициска економија, која е увозник на капитал.⁴¹ Со оглед дека девизните резерви немаат третман на текови на капитал, истите се исклучени од анализата. Кога ќе се земат предвид само акумулираните прекугранични текови на капитал, може да се заклучи дека Република Македонија има речиси четири пати повисоки акумулирани надворешни обврски во однос на нејзините акумулирани надворешни средства (Графикони 64 и 65).

⁴¹Официјалните податоци на НБРМ се подготвени во согласност со шестото издание на Прирачникот за билансот на плаќања и меѓународната инвестициска позиција (ВРМ6) на ММФ.

Графикон 64. Вредност на надворешните средства на Република Македонија (2003-30.09.2016 година, во милиони американски долари)



Графикон 65. Вредност на надворешните обврски на Република Македонија (2003-30.09.2016 година, во милиони американски долари)



Извор: НБРМ, 2016 година.

Надворешните обврски се збир на кумулативните СДИ, странски портфолио--инвестиции и други инвестициски текови (првенствено банкарски заеми) во македонската економија на определен критичен датум. Надворешните средства се збир на кумулативните директни инвестиции, портфолио-инвестиции и други инвестициски текови, кои Република Македонија ги има во странство на определен критичен датум.

Според податок за 30 септември 2016 година, фондот на СДИ во Република Македонија е за дури 40 пати поголем од фондот на директни инвестиции, кои македонските компании ги имаат во странство. Заклучно со тој датум, во македонската економија влегле 5,1 милијарда американски долари, а од македонската економија во странство биле инвестирани 129,3 милиони американски долари.

Портфолио-инвестициите на Република Македонија во странство (преку купување сопственички капитал, акции/удели или должнички хартии од вредност) на 30 септември 2016 година изнесувале 261,2 милиони американски долари. Истовремено, во Република Македонија

влегле и останале странски портфолио-инвестиции во шест пати поголем износ, односно 1,6 американски милијарди долари.

Состојбата со „останатите“ акумулирани странски инвестиции, во кои доминираат банкарските заеми, покажува дека приливот од странство е во износ од 4,8 милијарди американски долари. Тој е за 2,5 пати повеќе од износот, кој македонските банки и компании го вложиле или им го позајмиле на странските резиденти или компании (1,9 милијарди американски долари).

Според сите параметри и категории на меѓународен капитал, Република Македонија е нето-кредитор, што е сосема очекувано за сегашното ниво на економски развој.

7.1.4. Кластер-анализа: Странскиот капитал и економскиот раст во регионални рамки

Многу поважно прашање е каква е корелацијата на увезениот капитал со остварените стапки на економскиот раст. Како што покажува Табелата 14, во периодот од 2006 до 2008 година Република Македонија беше во кластерот (групата) на транзициски економии, кои остваруваат висок нето-прилив на странски капитал и бележат висок економски раст. Повеќето напредни транзициски економии успеаја да останат во овој кластер до 2008 година, кога веќе почна да се чувствува негативното влијание на глобалната финансиска криза. Оттогаш, повеќето транзициски економии влегуваа во рецесија и се соочуваа со ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал. Само Република Македонија, Република Хрватска и Република Бугарија успеаја да се задржат и во 2009 година во вториот кластер, односно да продолжат да привлекуваат странски капитал, дури и во амбиент на намален економски растеж. Колку за илустрација, Република Словенија веќе се премести во четвртиот кластер, кој го карактеризираат низок нето-прилив на капитал и низок или негативен економски раст.

Табела 14. Еволуција на кластерите на економскиот раст и приливот на странски капитал во Југоисточна Европа, 2006-2015 година

Висок нето-прилив на капитал и висок економски раст (Кластер 1)						Висок нето-прилив на капитал и низок економски раст (Кластер 2)						
2006	МК	ХРВ	АЛБ	БУГ	РОМ	2006						
2007	МК	ХРВ	АЛБ	БУГ	РОМ	СЛО	2007					
2008	МК		АЛБ	БУГ	РОМ	СЛО	2008		ХРВ			
2009			АЛБ				2009	МК	ХРВ		БУГ	
2010			АЛБ				2010				СЛО	
2011			АЛБ				2011		ХРВ			
2012							2012	МК		АЛБ		
2013							2013		ХРВ	АЛБ		
2014	МК						2014			АЛБ		
2015			АЛБ				2015					
Низок нето-прилив на капитал и висок економски раст (Кластер 3)						Низок нето-прилив на капитал и низок економски раст (Кластер 4)						
2006					СЛО	2006						
2007						2007						
2008						2008						
2009						2009				РОМ	СЛО	
2010	МК					2010		ХРВ		БУГ	РОМ	
2011						2011	МК			БУГ	РОМ	СЛО
2012						2012		ХРВ		БУГ	РОМ	СЛО
2013	МК				РОМ	2013				БУГ		СЛО
2014					РОМ	СЛО	2014		ХРВ		БУГ	
2015	МК				РОМ	СЛО	2015		ХРВ		БУГ	

Извор: Конструирано врз основа на податоци од World Economic Outlook Database, IMF, October 2016.

Во 2010 година, Република Македонија беше една од ретките европски економии, кои се вратија на патеката на економскиот раст со стапки кои беа значително повисоки и од оние со подобри перформанси. Сега македонската економија се префрли во третиот кластер, во кој беа земјите кои имаат релативно висок економски раст, но сепак релативно низок прилив на странски капитал. Освен Република Албанија која остана во првиот кластер, другите транзициски економии бележеа рецесија и сериозен пад на приливите на странскиот капитал.

Повторената рецесија во Европа беше исклучително неповолна за македонската економија, која само што закрепна. Рецесијата со двојно дно донесе нови разочарувања во повеќето европски економии. За првпат и само во 2011 година, Република Македонија се префрли во четвртиот

кластер, во кој беа економиите, кои се соочија со низок нето-прилив на капитал и низок или негативен економски раст. Во 2012 година беше обновена довербата на странските инвеститори во здравите фундаменти на македонската економија, а сериозно влијание имаа и длабоките структурни и институционални реформи, кои го подигнаа и верификуваа меѓународниот рејтинг на Република Македонија и („Doing Business“ на Светската банка, „Global LocationTrends“ на Бизнис институтот на IBM, „Forbes“ ...). Македонија продолжи со привлекување обремен странски капитал и се врати во вториот кластер економии, кои бележат низок економски раст, но високи нето-приливи на меѓународниот капитал.

Во последните неколку години, политичката криза и креираната нестабилност во Република Македонија си го зедеа својот данок. Македонската економија остваруваше високи стапки на економски раст во европски рамки, но со привремено намален прилив на странски капитал во однос на потенцијалниот кој ќе се реализираше доколку не се случеше домашната политичка криза. Земјата се врати во третиот кластер, но не заради немање интерес кај странските инвеститори, туку поради одложување на инвестициските планови откако ќе се разреши наметнатата политичка криза од страна на опозициските партии. Во основа многуте заинтересирани странски инвеститори со кои владините претставници комуницираа подолг период беа задоволни од создадените услови за правење бизнис и инвестиции, но повеќето од нив ги одлагаа чекајќи го крајот и разврската на политичката криза, а помал дел во тој период ги пренасочија инвестициите во друга земја. По влезените 358,5 милиони евра странски директни инвестиции во 2016 година која беше во знакот на политичката криза и очекување на нови парламентарни избори, износ кој беше за 141 милион евра повисок од 2015, следуваше продолжување на политичката криза по изборите на 11 декември, поточно по неуспехот на победничката партија да формира влада на крајот на јануари 2017.

Првите месеци по промената на власта во јуни 2017 година, откако претходната власт иако доби поголема поддршка на изборите не успеа да формира влада, не беа месеци во кои имаше значителен интерес за странски директни инвестиции. Напротив, имаше поголем одлив отколку прилив на СДИ, или попрецизно, во третиот квартал кој следуваше по смената на власт имаше негативно салдо од 58 милиони евра, иако годината почнала позитивно, со 110 милиони евра странски директни инвестиции во првиот квартал. Дел од причините за ова се најавите на новата влада за нови политики кон странските компании, иако најави дека ќе ги почитува старите договори.

7.2. Прилив и структура на странските директни инвестиции

7.2.1. Историски контекст и еволуција на странските директни инвестиции

И покрај постигнатата политичка и економска независност во 1991 година, како и отвореноста на економијата кон трговија и инвестиции, Република Македонија во деведесетите години на минатиот век речиси и да немаше прилив на странски инвестиции. Во споредба со земјите од Централна и Источна Европа (ЦИЕ), Македонија како и останатите земји од регионот на Југоисточна Европа (ЈИЕ) имаа значително пониски приливи на странски капитал, посебно во делот на производството.

Анализата на овој историски контекст е значајна од две причини: прво, различната динамика на прилив на странски инвестиции е една од клучните причини за разликите во стапките на економски раст во транзицискиот период меѓу Република Македонија и земјите од ЦИЕ; и второ, приливот на инвестиции во Македонија во последните десетина години има сличен тек како приливот на капитал во земјите од ЦИЕ во деведесетите години на минатиот век, што овозможува споредби и црпење на искуства во поглед на натамошната стратегија за привлекување на странски директни инвестиции.

Така, периодот на 1990-те за земјите од ЦИЕ беше период на економски раст, реструктурирање и високи капитални приливи во форма на СДИ. За Република Македонија и повеќето земји од ЈИЕ, 1990-те беа речиси целосно изгубена деценија. Нашата земја, како и поширокиот регион, беше соочена со длабоки економски и политички кризи предизвикани од распаѓањето на СФРЈ, високата инфлација, негативните стапки на економски раст, нестабилниот девизен курс, надворешното ембарго од Грција, примената на ембаргото на ООН кон северниот сосед СР Југославија, и други слични фактори, на кои подоцна се надоврза и воениот конфликт во 2001. Како резултат на овие фактори, реалниот БДП во 1990-те се намали за над 25%.

Следствено на ова, инвестицискиот јаз меѓу земјите од ЦИЕ и ЈИЕ беше огромен. Помеѓу 1989 и 2002 година, земјите од ЦИЕ привлекоа вкупно 150 милијарди евра капитални нето-приливи, додека регионот на ЈИЕ привлече само 20 милијарди евра. Приливот на странски директни инвестиции во земјите од ЦИЕ достигна 80% од вкупниот прилив на капитал, при што главно беше насочен кон производство и индустрија, додека во ЈИЕ тој беше само 50% и насочен кон трговија и финансиско посредување.

Практично, до крајот на 1990-те, Република Македонија беше непозната земја (*terra incognita*) на меѓународната инвестициска карта, пред сè заради неповолното и турбулентно

политичко опкружување, а делумно заради бавното спроведување на структурните реформи и бавното реструктурирање на стопанството (Табела 14, Графикон 66). Во тој период, во Република Македонија, најголемите приливи на нето СДИ се забележани во 2001 година, кога беше приватизиран „Македонски телеком“ во вредност од 346,5 милиони американски долари, и подоцна во 2005 година со приватизацијата на електродистрибутивната мрежа на „Електростопанство на Македонија“ и неговото купување од страна на австриската компанија „EVN“ за 270,2 милиони американски долари.

Табела 14. СДИ во Република Македонија (1997-II 2017)

Година	Во милиони долари	Во милиони евра	Во % од БДП
1997	58,1	/	/
1998	150,5	/	4,2
1999	88,4	/	2,4
2000	215,1	/	5,7
2001	447,1	/	12,0
2002	105,6	/	2,6
2003	117,8	100,4	2,3
2004	323,0	260,7	5,7
2005	97,0	77,2	1,5
2006	424,2	344,8	6,3
2007	699,1	506,0	8,3
2008	587,0	399,9	2,3
2009	197,1	145,0	4,6
2010	211,6	160,5	1,5
2011	473,5	344,4	3,1
2012	139,7	111,2	3,6
2013	334,7	252,2	2,3
2014	272,5	205,1	5,7
2015	245,9	216,7	1,5
2016	395,5	358,46	6,3
I-II 2017	-13,2	-12,84	

Извор: НБРМ, 2017 година.

Состојбата во последните десет години целосно се промени, како резултат на драстично подобрување на бизнис-климата со бројните структурни реформи и висококонкурентната даночна политика, поголемата политичка стабилност, подобрениот квалитет на институциите, промоција на земјата, изградба на 14 технолошко индустриски развојни зони(ТИРЗ), изградбата на патна и друга инфраструктура, поддршката преку државна помош согласно со европските практики,

ефектуирање на потпишаните билатерални договори за слободна трговија и заштита на инвестиции, како и низа други мерки и активности на Владата на Република Македонија. Една од предностите при привлекувањето странски директни инвестиции беше фактот што Македонија има договори за слободна трговија со сите земји во Европа, освен Русија, што беше клучно за надминувањето на големиот хендикеп на мал пазар од 2 милиони жители. Овие договори за инвеститорите кои ја одбараа Македонија за своја инвестициска локација, значае пристап и еднаков третман на нивниот производ на 650 милионскиот европски пазар, при најниски трошоци за производство во Европа, која ги нуди Македонија. Земјата, покрај најниски даноци и воопшто најниски трошоци, обезбедува солидно образование и квалификувана работна сила, и одлични поволности за инвеститорите со еднаков третман за домашните и странските инвеститори. Во периодот 2006-2016 година, вкупниот прилив на СДИ во Република Македонија достигна 2,6 милјарди евра.

Во годишниот извештај **Doing Business 2006 (објавено во октомври 2005)** кое еднаш годишно го издава Светска банка, каде преку поголем број индикатори се следат остварувањата на земјите во светот во правец на овозможување добри услови за водење бизнис, Македонија беше рангирана на 94. место во светот. Оттогаш земјата постојано напредуваше. Неколку пати влезе и во групата на т.н. Топ реформатори во светот, за конечно во изданието **Doing Business 2017 (објавено во октомври 2016)** Македонија бидејќи ја рангираа на 10. место во светот, а само 4 земји од Европа беа повисоко рангирани од неа: Велика Британија, Данска, Норвешка и Шведска.

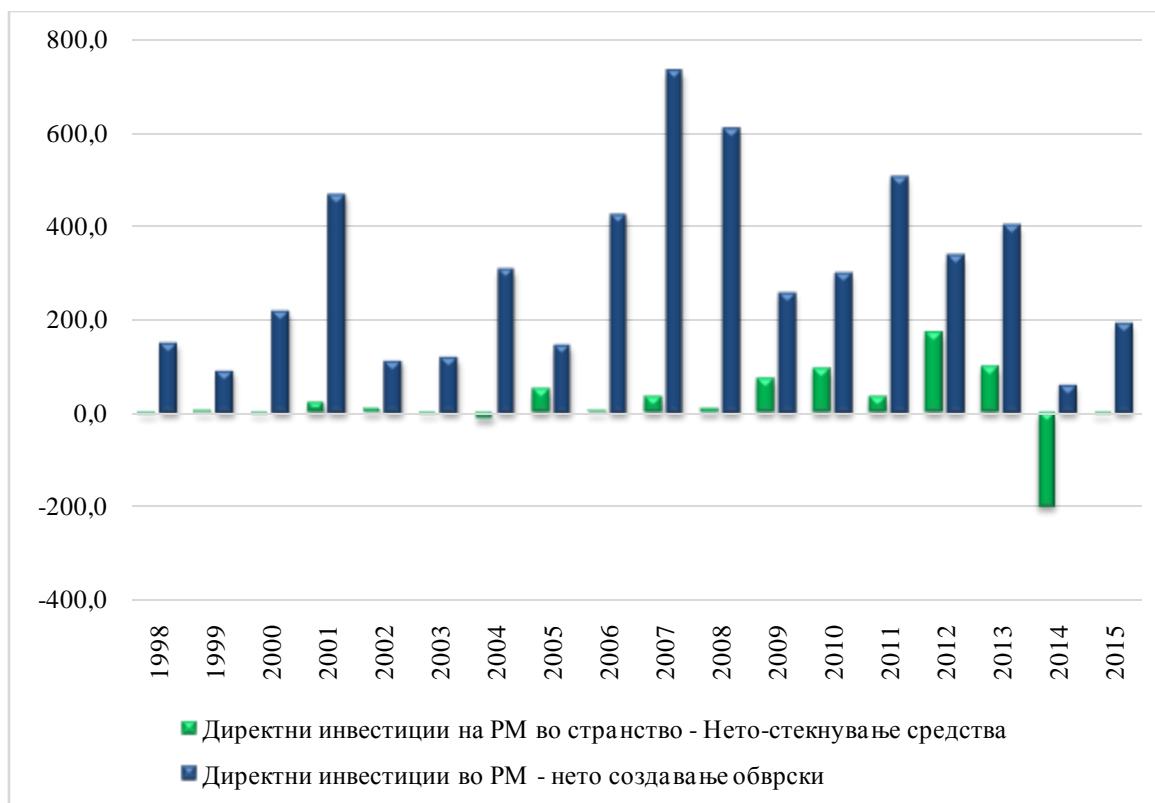
Во периодот од 2007 до 2016, Република Македонија со Законот за државна помош, овозможуваше давање државна помош согласно со критериумите во законот, кој беше усогласен со директивите и законодавството на ЕУ, и доби согласност од Европската комисија пред да биде донесен. Согласно со овој закон, во истиот период, според јавно објавени податоци на УЈП, вкупно 26 компании, кои до 2016 вложиле 348 милиони евра, склучиле договор за државна помош и добиле субвенции во вкупна вредност од 121 милион евра. Од нив, 26 милиони евра се кеш грантови за изградба на фабриките, новоотворени нови работни места и обуки на вработените, додека пак 95 милиони евра се даночни и царински ослободувања. Дел од овие 26 компании треба да почнат или да продолжат со инвестициите во наредниот период, поточно само 17 од оние кои склучиле договор во овој период ги отвориле фабриките.

За изградба на ТИРЗ и инфраструктурата во нив во периодот 2007-2016, државата инвестирала 56 милиони евра. Компаниите кои инвестираат во ТИРЗ добиваат локации на земјиште на лизинг под симболична цена на период од 99 години, и во првите 10 години ослободени се од плаќање на даноци, и тоа данок на добивка, персонален данок на доход, како и царини и ДДВ за увоз на сировини и опрема за производи наменети за извоз. За сите инвеститори

во зоните постои т.н. царински зелен канал, кој им обезбедува сигурност во должината на времетраењето на царинските задржувања. Инвеститорите се ослободени од плаќање за уредување на градежното земјиште кон општините, како и од надоместоци за издавање градежни дозволи. Тие не плаќаат приклучок на гасовод, водоводна и канализациска мрежа, а владата со закон има можност да учествува во трошоците за градбата на објектот во висина до 500 илјади евра.

Притоа, треба да се има предвид глобалната финансиска и економска криза во Европа и светот, која ја погоди Република Македонија и регионот кон крајот на 2008 и почетокот на 2009 година, а потоа и европската должничка криза 2010-2012, коинесомнено го отежнаа привлекувањето на странски капитал во сите форми, вклучително и странски директни инвестиции. Но од друга страна, кризата ја потенцираше потребата од забрзување на структурните реформи насочени кон подобрување на конкурентноста на економијата. Република Македонија ја дочека кризата со добра почетна позиција, како резултат на реформите од 2006 година, кога се намалија даноците, придонесите и царините и беше воведен рамен данок од 10% (персонален данок на доход и данок на добивка) како најзначаен столб на економските политики. Дополнително, во рамките на антикризните мерки во 2009 со закон беше овозможено нераспределената добивка да не се оданочува. На даночните реформи се надоврзаа реформите во Катастарот, Царинскаауправа, УЈП, Централниот регистар во делот на започнување бизнис (според Doing bussnes 2012 македонскиот централен регистар беше прворангиран во Европа и шесто рангиран во светот, следната 2013 година прв во Европа и петторангиран во светот, а според Doing bussnes 2014 беше второрангиран во светот, по Нов Зеланд), скратувањето на процедурите и трошоците за градење, подобрувањето на судските постапки за влез и излез на фирмите од пазарот, атрактивната регулатива на пазарот на труд, кои заедно со политиките за изградба на ТИРЗ и промоција и привлекување на странски инвестиции, и овозможија конкурентска предност на Република Македонија во привлекувањето на СДИ. Интересот на инвеститорите и приливот на СДИ беше солиден дури и во услови на висока внатрешна политичка нестабилност(2015-2016), што е најсилна потврда за квалитетот на економските политики и политиките за привлекување на странски инвестиции. Со зголемениот раст на светската економија, стабилизацијата на светските финансиски пазари, високата доверба кај странските инвеститори врз основа на одличната бизнис-клима потврдена со 10. место во светот и 5. место во Европа според извештајот „Doing Business 2017“ на Светска банка, како и поволностите што ги нуди Македонија во ТИРЗ и во индустриските зони, може да се очекува во иднина да се оствари значителен пораст на странските директни инвестиции.

Графикон 66. Приливи и одливи на СДИ во Република Македонија, 1998-2015 година (во милиони долари)



Извор: НБРМ, 2016 година.

7.2.2. Странски компании и активности за привлекување странски директни инвестиции

Во продолжение ќе понудиме краток опис на видот на инвестициите и дел од странските компании, кои инвестираа во Македонија во последните 10 години, за да се добие појасна слика за секторската и географската насоченост на СДИ.

Во ТИРЗ Скопје 1 работат и произведуваат следниве компании:

➤ **Џонсон Мети**, британски производител на катализатори за автомобилската индустрија, присутен во Македонија од 2008 година, во ноември 2013 година ја реализираше и втората инвестиција во ТИРЗ Скопје 1 со отворање на новиот производствен погон. Вкупната инвестиција е вредна над 130 милиони евра. Двете инвестиции на британскиот инвеститор денес вработуваат вкупно над 700 лица во двата производствени капацитета. Во последните неколку години Џонсон Мети стана најголем извозник од Македонија. Според планот во 2017 година, нивниот растечки извоз треба да надмине 1.4 милијарди евра годишно.

➤ **Кемет Електроникс** е американска компанија која во јули 2011 година донесе одлука за инвестирање во ТИРЗ Скопје 1. Во октомври 2012 година официјално фабриката почна со производство, а вкупната инвестиција е вредна 30 милиони евра. Моментално компанијата брои над 300 вработени, со план таа бројка да достигне до 500 лица. Кемет започна и со нова активност - префрлање на нивните централни услуги во фабриката во Македонија, со што дополнително ќе се отворат 60 нови работни места. Компанијата планира да донесе дополнителна линија за кондензатори. Висок претставник на компанијата изјави во јавноста дека првата информација за можностите и условите за инвестирање во Македонија ја примиле од промотивниот телевизиски спот на CNN, по што се обратиле на владините претставници на Македонија.

➤ **Текнохозе (Витек)**, италијанска компанија, членка на Вигило-групацијата произведува флексибилни цевки за флуиди за средни и високи притисоци. Текнохозе ја регистрира Витек Македонија и ја купи изградената фабрика во ТИРЗ Скопје 1 и од јануари 2012 година започна со производство на хидраулични спојки за висок притисок и армирани гумени црева за автомобилска индустрија, градежништво и други индустрии. Инвестицијата изнесува 10 милиони евра. Во октомври 2013 година компанијата ја најави својата втора инвестиција во Македонија и инвестирање на дополнителни 11 милиони евра и нови 100 вработувања. Втората фабрика на Текнохозе започна со работа во ТИРЗ Скопје 1 во јануари 2016. Потоа се заврши и третата фаза на фабриката и во моментот има вкупно 200 реализирани вработувања во сите три фази.

➤ **Алпиф (поранешен Џонсон Контролс, потоа Вистеон, потоа Делфаи)**, американска компанија од автомобилската индустрија која од 2007 година произведува електронски компоненти и матични плочи во Технолошко-индустриска развојна зона Скопје 1. Висината на инвестицијата е 30 милиони евра и 420 вработени. Истовремено, ова беше и првата инвестиција реализирана во ТИРЗ во Македонија.

➤ **АРЦ аутомотив (претходно наречена КапКон аутомотив технолоис)**, американска компанија од автомобилската индустрија која произведува инфлатори за воздушни перничина наменети за извоз на европскиот пазар, во фабриката во ТИРЗ Скопје 1 инвестираше 45 милиони евра и ќе отвори вкупно 400 нови работни места. Во текот на 2015 година заврши изградбата на фабриката и истата во декември 2015 година започна со работа. Во моментот имаат околу 220 вработени.

➤ **Макдиа**, италијанска компанија, дел од групацијата Диатек, по најавата во 2014 година, во 2015 година започна со производство во ТИРЗ Скопје 1. Макдиа во ТИРЗ Скопје 1 произведува производи за дигитално печатење и хартија за текстилна индустрија. Се планира вкупниот број вработени да достигне 200, а висината на инвестицијата изнесува 10 милиони евра. Во моментот има 30 вработени.

➤ **Продис**, дел од руската групација Протек Груп, во делот на фармацевтската индустрија во октомври 2012 година инвестира над 5 милиони евра за производство на хомеопатски лекови, органски и неоргански производи од житарки, органски и неоргански чаеви и витамини и минерали. Оваа компанија по проблемите во кои западна, неодамна е рестартирана од нов руски сопственик.

Во ТИРЗ Скопје 1 во фаза на реализација и изградба се следните инвестиции:

➤ **Технопласт** е првата македонска компанија која потпиша договор со Владата на Република Македонија за реализација на нивната инвестиција во ТИРЗ Скопје 1. Вкупната инвестиција на Технопласт е планирано да изнесува 10 милиони евра. Компанијата во првата фаза ќе изгради фабрика со површина од 3.000 м², која во иднина ќе се прошири. Во првата фаза ќе се креираат 100 нови работни места, за да подоцна се креираат дополнителни 100 вработувања, односно вкупно 200. Главна дејност на компанијата е производство на алати и пластични компоненти наменети за автомобилската, електричната и електронската индустрија. Реализацијата на инвестицијата започна, но подоцна е одложена.

➤ **Хај-тек Асембли Центар** е домашна компанија која во текот на 2015 година ја најави својата инвестиција во ТИРЗ Скопје 1. Инвестицијата ќе изнесува над 20 милиони евра, а ќе овозможи вработување на вкупно 300 лица од кои 100 во првата година. Првично се планираше инвестицијата да започне во производствен погон од 4.000 м², кој почна да се гради од почетокот на март 2016 година, но во меѓувреме погонот се дуплира на 8000 квадратни метри, и така димензиониран ќе биде функционален на крајот на третиот квартал од 2018 година. Хај-тек е компанија која е доставувач на голем број светски компании од автомобилскиот сектор. Произведува електронски печатени плочи како основа на која се вградуваат компоненти од типот на микропроцесори, отпорници, кондензатори и транзистори.

➤ **Јуроп Шок Абсорберс**, италијанска компанија, дел од групацијата Монганте, во 2014 година ја најави инвестицијата во ТИРЗ Скопје 1, за чија реализација потпиша договор со Владата во декември 2015 година. Првата фаза од инвестицијата ќе изнесува 10 милиони евра. Во погонот за производство на амортизери во првата фаза планирано е да се вработат 100 лица, и ќе почне со работа на крајот на првиот квартал од 2018.

➤ **Герман Електро Мехатроникс**, германско-египетска компанија од електронската индустрија. Во фабриката ќе се произведуваат електрични уреди за обновлива енергија. Компанијата инвестираше 15 милиони евра и ќе отвори 200 нови работни места. Градбата е завршена, и ќе

започне со работа во првиот квартал на 2018. Се очекува да вработи најмалку 100 лица во првите 18 месеци.

➤ **Чагатај Кабло**, турска компанија, доставувач на Ван Хулза жичани производи за автобуси. Во април 2017 сопственикот ја објави инвестицијата а неколку месеци подоцна започна градбата. Ќе вработи околу 300 лица и ќе инвестира 7 милиони евра.

➤ **Кеслер**, германска компанија за производство на специјални машини за брусење на цврсти метали, во март 2017 резервираше локација за производствен погон, за истражување и развој и административен дел, со план за 150 вработувања и инвестиција од 6 милиони евра. Тоа би бил и прв истражувачки центар отворен од странски инвеститор за истражување и развивање на висока технологија.

Во ТИРЗ Скопје 2 работи компанијата:

➤ **Ван Хол**, белгиска компанија производител на автобуси за европскиот и американскиот пазар. Во јули 2012 година, Владата го потпиша договорот за инвестицијата вредна 40 милиони евра во ТИРЗ Скопје 2. Во текот на јануари 2016, компанијата започна со реализација на вториот инвестициски проект кој веќе е завршен. Денес во Ван Хол во Скопје работат над 1000 вработени. Влегувањето на Ван Хол во Македонија беше причина и за отворање на нова и специјална дивизија на компанијата Актива кај Штип, која се нарече **Актива аутомотив** за производство на шасии за автобуси, со план за вкупно 150 вработувања домашна инвестиција, како и две други странски компании, **Чагатај кабло** (описано погоре) и **Кил Ситинг** за производство на седишта која е лоцирана во постоечки погон во Желино, и која веќе има 50 вработени, и планира да стигне до 300 вработени. Планираната инвестиција е 5 милиони евра. Овие 3 фабрики се директна придобивка од доаѓањето на Ван Хол во Македонија. Трите фабрики ќе бидат снабдувачи на Ван Хол.

Во ТИРЗ Штип работат компаниите:

➤ **Адиент (поранешен Џонсон Контролс)**, американска компанија од автомобилската индустрија, во август 2012 година почна со изградба на фабриката во ТИРЗ Штип и истата официјално почна со производство во јануари 2014 година. Инвестицијата на Џонсон Контролс во Македонија е вредна 20 милиони евра и во моментот има над 2000 вработени. Фабриката е специјализирана за производство на покривки за автомобилски седишта за европските пазари.

➤ **Техникал Текстајлс**, германска компанија за производство на изолациони материјали за градежната, автомобилската и авионската индустрија, во 2014 година започна со изградба на производствен погон во Македонија со површина од над 12000 м². Во 2015 година во ТИРЗ Штип Техникал Текстајлс започна со производство на фиберглас мрежа, ткаенина добиена од стаклени влакна и предиво, со намена во градежната индустрија. Вкупниот број планирани работни места е 1000, а висината на вкупната инвестиција се проценува на 12 милиони евра. Во моментот компанијата има 150 вработени.

➤ **Кондево**, италијанска компанија за производство на електрични грејачи, во септември 2015 година ја започна изградбата на фабриката во ТИРЗ Штип. Инвестицијата изнесува 40 милиони евра и ќе бидат вработени 280 лица. Фабриката е изградена и опремена и започнато е производство со првите 20 вработени.

Во ТИРЗ Прилеп работат компаниите:

➤ **Гентерм**, американска компанија од автомобилската индустрија, произведувач на системи за греење и системи за ладење на седишта и волани и други технологии за вградување во автомобили, во рамки на инвестицијата во ТИРЗ Прилеп во висина од 20 милиони евра ќе вработи вкупно 2000 лица. Гентерм освен во Америка присутна е во 14 држави со 10000 вработени на светско ниво. Во Европа присутни се во Германија, Украина, Унгарија, Малта и Велика Британија. Во моментот компанијата веќе има 1400 вработени, и веќе ги завршува втората и третата фаза од инвестицискиот план.

➤ **Акомпласт**, германска компанија од автомобилската индустрија, во Прилеп веќе произведува пластично моделирани делови за автомобили. Во моментот вработуваат над 50 лица, а планираат да стигнат до над 100 вработени.

Во ТИРЗ Прилеп во фаза на реализација и изградба на капацитет е:

➤ **ВИК**, германска компанија за производство на апарати за користење во кујна, целосно гринфилд-инвестиција која ќе достигне 1000 вработувања. Градбата на фабриката е во тек и ќе заврши кон средината на 2018. Во првата фаза инвестицијата ќе изнесува 6 милиони евра, а до крајот ќе достигне над 15 милиони евра.

Во ТИРЗ Кичево работи компанијата:

➤ **Ки Сејфти Системс**, американска компанија, една од најголемите компании во светот – производители на сигурносни производи за автомобилската индустрија. Во 2015 година започна со реализација на инвестицијата во ТИРЗ Кичево во фабрика за производство на воздушни перничииња. Ки Сејфти Системс почетно планираа да вработат вкупно 1000 лица, а инвестицијата да изнесува над 20 милиони евра. Во моментот компанијата има преку 1400 вработени, а планира отворање на уште 800 работни места доколку обезбеди работници на пазарот на работна сила во регионот. Во меѓувреме освен воздушни перничииња, започнаа и со производство на кожни навлаки за волани.



Во ТИРЗ Струга:

➤ **ОДВ Електрик**, германска компанија која во текот на 2014 година ја најави својата инвестиција во фабрика за производство на жичани инсталации за автомобилската индустрија. Вкупната планирана инвестиција изнесува 15 милиони евра, со вкупен број на планирани работни места до 1200. Компанијата ја зврши инвестицијата и има преку 250 вработени.

➤ **Костал**, германска компанија, која кон крајот на 2014 година ја објави својата одлука за инвестирање во Македонија. Како што беше најавено, инвестицијата на компанијата започна во 2015 година, со реновирање и подготовка на браунфилд-објект во Охрид, кој во периодот 2017-2018 година продолжува да се развива. Компанијата, покрај веќе купените под покрив 25 илјади метри квадратни метри како дел од поранешното ЕМО Охрид, планира и градба на гринфилд-инвестиција од дополнителни 10-12000 квадратни метри во регионот, во или вон ТИРЗ Струга-Охрид.

Инвестицијата на Костал се предвидува да донесе нови 1000 до 1200 работни места во охридско-струшкиот регион. Компанијата Костал ќе развива и ќе произведува технолошки напредна електроника, електромеханика и мехатронички производи. Вкупната инвестиција се планира да достигне 80 милиони евра до 2022ра година. Во моментот вработува 180 лица а до крајот на 2018та планира да достигне до 340 лица.

Во ТИРЗ Струмица работи компанијата:

➤ **Адиент**, американска компанија од автомобилската индустрија, во 2015 година донесе одлука да инвестира во уште една фабрика во Македонија која е лоцирана во ТИРЗ Струмица. Вкупната инвестиција изнесува 20 милиони евра и ќе бидат вработени вкупно 1500 лица. Фабриката е специјализирана за производство на покривки за автомобилски седишта за европските пазари. Во моментот компанијата има 1100 вработени.

Во ТИРЗ Тетово работи компанијата:

➤ **Леар**, американска компанија од автомобилската индустрија, произведува седишта, електрични системи и механизми за седишта. Компанијата потпиша договор во јули 2015 година за инвестиција во ТИРЗ Тетово, со почеток во браунфилд во Гостивар. Во меѓувреме изгради нова фабрика во ТИРЗ Тетово. Веќе се вработени околу 1300 лица, а вкупно планирани се 2500 лица во двете фази, доколку обезбеди доволно работници на пазарот на работна сила во регионот.

Компании кои работат надвор од ТИРЗ

➤ **Дрекселмаер**, германска компанија од автомобилската индустрија, производител на електронска опрема и кабелски инсталации. Во јули 2012 година Владата го потпиша договорот за инвестицијата вредна 35 милиони евра во Кавадарци. Денес во фабриката работат околу 5800 лица. Во фабриката во Кавадарци се произведуваат кабелски инсталации за новата серија Мерцедес Ц класа. Истата компанија преку аутсорсинг кај друга компанија партнер во градот Куманово, овозможи отворањена дополнителни 600 вработувања.

➤ **Кромберг и Шуберт**, германска компанија од автомобилската индустрија, производител на кабли, кабелски инсталации, пластична технологија и мехатроника. Во декември 2011 година Владата го потпиша договорот за инвестицијата вредна 20 милиони евра и план за вработување на 3500 лица во индустриската зона Жабени во Битола. Фабриката официјално почна да работи во октомври 2013 година, а во 2017 почна да работи втората фабрика, и во моментот во двете работат околу 5500 лица.

➤ **Маркарт** е германски производител на автомобилски делови за Мерцедес, Ауди и БМВ, произведува електронски клучеви, контролни табли за управувачи, централни конзоли за врати и прозорци. Компанијата ја реализира својата инвестиција во Велес. Во декември 2013 година Владата го потпиша договорот за инвестицијата вредна 35 милиони евра и план за вработување над 650 луѓе, од кои една третина се инженери. Денес во компанијата се вработени околу 500 лица.

➤ **Амфенол**, американска компанија, која започна со инвестиции во 2013 на две локации браунфилд во Кочани, каде, во 4 погони, произведуваат електрични инсталации за специјални возила и базни станици за мобилни телефони. Во моментот вработуваат околу 1500 работници, и планираат да достигнат до 2500 луѓе. Во моментот користат површина од 14 илјади квадратни метри. Во новиот погон, кој треба да се отвори до крајот на вториот квартал во 2018 на

површина од околу 3 илјади квадратни метри проектирани се нови 400 до 450 работници, со што бројот на работници ќе стигне околу 1900. Инвестицијата досега е 18 милиони евра.

➤ **Ангура**, холандска компанија од областа на хортикултурата, во февруари 2014 година донесе одлука за инвестирање во Кочани. Почетната инвестиција беше 6 милиони евра, а по првиот погон со површина од 10000 квадратни метри, изградија уште еден од 15000 квадратни метри со дополнителни 9 милиони евра инвестиција. Бројот на вработени надмина 400 лица, а се планира да стигне до 650 вработени лица. Ангура од Кочани продава расади на орхидеи на странските пазари.

➤ **Герлофс**, холандска инвестиција во Кочани од сервисната индустрија, за производство на индустриски грејни и разладни системи и монтажни работи, инвестираше над 2 милиони евра и веќе вработува околу 40 лица.

➤ **Пејпер мил**, бугарска инвестиција во поранешната фабрика за хартија во Кочани. Инвестиција над 3,5 милиони евра, со план за вработување на околу 100 лица во оваа фаза, и веќе вработени околу 75 лица. Инвестигорот планира уште една фабрика со дополнителни 100 работници.

➤ **Нидотексил**, холандска фабрика за текстил преселена од Кина во Кочани, во дел од просториите на поранешната фабрика Руен. Планирана се инвестиција од 2,5 милиони евра и 200 вработувања. Досега се инвестирани се 1,5 милиони евра.

➤ **Еуромакс Ресорсис**, британско-американска компанија со седиште во Лондон, од рударската индустрија, инвестираше во концесија за истражување и развој на рудник во с.Иловица, општина Босилово, и досега има инвестирано околу 40 милиони евра во подготвителни активности, од кои околу 5 милиони евра се инвестирани во студија за животната средина и испитувања на влијанијата на рудникот над околната средина. Развојниот план на компанијата е да инвестираат околу 700 милиони евра во отворање на рудникот сите придружни објекти, далеководи и слично. Средствата за целата инвестиција се обезбедени.

➤ **Солвеј, Орион Ресорсис и Линч ресорсис, и Централ Азија Металс**, во ноември 2015 компанијата Солвеј го продаде рудникот Саса на американската Орион Ресорсис и Линч ресорсис за 143 милиони евра. Претходно, во март 2015 година, концесијата е проширена и инвестирани се 20 милиони евра. Во октомври 2017 завршена е постапката на нова продажба на Саса на компанијата Централ Азија Металс за 402 милиони евра. Во 2013 година во рудникот се вработени вкупно 580 работници. Во 2017, вработени се околу 740 работници, не сметајќи ги најмалку 200 индиректни вработувања за транспорт, храна и други надворешни услуги.

➤ **Злетово и Тотаница и Минстрој**, компанијата која управуваше со овие два рудници подолг период беше западната во финансиски проблеми и отиде во стечај. Во мај 2016 продадена е во стечајна постапка за 2 милиони евра, и дополнително инвестирани се 15 милиони евра од новиот

сопственик Минстрој од Бугарија, и во рудникот кој беше запрен со работа ангажирани се 750 работници.

➤ **Сардич (Константиновски Плантамент оф Металурџикал Екипмент КПМЕ)**, украинска компанија за преработка на бакар, во 2014 година донесе одлука да инвестира во Македонија во експлоатација на бакарна руда и преработка на бакар. Компанијата вршеше детални геолошки истражувања на три наоѓалишта во Македонија (Казандол, Плавуш и Петрошница). Во февруари 2015 година компанијата доби дозвола за експлоатација на руда за локацијата Казандол-Валандово и започна со подготвителните работи за експлоатација и за изградба на рударско-металуршкиот комплекс на истата локација, со капацитет за производство на бакар од 4000 тони/годишно. Инвестицијата на оваа локација се планира да изнесува 25 милиони евра. Планираниот број на вработувања е 500, етапно на трите наоѓалишта.

➤ **Епл Ленд**, компанија од Дубаи, во февруари 2014 година започна со изградба на откупно-дистрибутивен центар за јаболка и друго овошје во индустриската зона Макази во Општината Ресен, кој започна со работа во септември 2015 година. Реализираната инвестиција за изградба и опремување на откупно-дистрибутивниот центар со капацитет од 5000 тони е во висина од над 5 милиони евра. Предвидена е надградба на капацитетот со што ќе се реализира планираниот вкупен капацитет од 10000 тони и вработување на околу 100 лица.

➤ **Слабинк НИВ**, компанија од Белгија, донесе одлука за инвестирање на почетокот на 2015 година. Компанијата е еден од главните доставувачи на белгиската компанија Ван хол. Склучен е договор за закуп на деловен објект со површина од 750 м² во Општина Гази Баба, каде и машините и опремата за деловниот процес се веќе пуштени во погон и компанијата веќе работи. Регистрирано е домашно правно лице со назив М-Стеел во моментот со 70 лица, а инвестицијата според деловниот план на компанијата се очекува да изнесува околу 3 милиони евра и да вработи 100 лица зависно од развојот на бизнисот.

➤ **Баракуда ФХ**, компанија од Даблин, Ирска, која е лидер во развој на деловен банкарски софтвер и центар за истражување и развој на софтвер, отпочна со работа во август 2015 година, со главна дејност – развој на деловни софтверски платформи за познати големи банкарски групации. Согласно со плановите на компанијата, се предвидува во рок од 4 години да вработи околу 120 лица, а досега се вработени 60 работници.

➤ **Ендава**, софтверска компанија од Велика Британија, отвори канцеларии во Скопје за производство на софтверско план да вработи 400 лица. Во моментот вработува околу 200 работници, а согласно со планот, до крајот на 2018, бројот на вработени ќе се зголеми за дополнителни 100 работници.

- **Мусала софт**, компанија од Бугарија, провајдер на софтверски решенија, официјално отпочна со работа во септември 2015 година, со главна дејност – развој на деловни софтверски платформи за реномирани светски компании, како IBM, BRITISHAMERICANTOBACCO, DHL, MOBILCOMAUSTRIAGROUP, OMV и други. Согласно со плановите на компанијата, се предвидува во рок од 4 години да вработи околу 320 лица, а досега се вработени 110 лица.
- **Гришко**, руска компанија, светски производител на балетска опрема во март 2013 година почна со производство на балетанки во село Слепче, Демир Хисар. Инвестицијата овозможи вработување на 80 лица, но бројот варира според потребите на компанијата.
- **Стиза**, инвестиција на македонски иселеник од Австралија од прехранбената индустрија. Станува збор за фабрика за производство на чипс во с. Кравари, Битолско, која започна со работа во јануари 2016. Инвестицијата е вредна 3 милиони евра, а се планира отворање на 100 нови работни места. Достигна до 65 вработувања, но неодамна инвестицијата беше ставена во времено мирување заради потребата од дополнителна инвестиција која би обезбедила квалитет за многу поголема подажба.
- **Краунфилд Фаундри**, инвестиција на руска компанија која реализира инвестициски проект - изградба на модерна високоавтоматизирана еколошка леарница за производство на делови за повеќе индустрии, вклучувајќи ја и автомобилската индустрија во индустриската зона Неокази во Пробиштип. Вкупната инвестиција изнесува 15 милиони евра и се предвидува отворање на 280 нови работни места. Фабриката е во завршна фаза на градба, опремата е набавена, но има застој заради неповрзување со електрична енергија како обврска за инвестиција на МЕРСО.
- **Фамес**, француска компанија за музичка продукција за филмови од глобалниот пазар, инвестиција во областа култура. Инвестицискиот проект кој компанијата го реализира во Општина Гази Баба вклучува изградба на студио за снимање оркестарска музика за филмска продукција и други видови продукција. Инвестицијата е вредна 1,5 милиони евра и со истата ќе се ангажираат над 100 лица. Инвестицијата е завршна фаза и се очекува да биде едно од најсовремените студија во југоисточна Европа.
- **БРГ Груп** од Индија во декември 2015 ја купи фабриката на поранешна Порцеланка во Велес, со цел производство на кујнски производи од нерѓосувачки челик. Минималната планирана вредност на инвестицијата е 31 милион евра со 1000 вработени. Освен купувањето на просториите, другите инвестиции не се започнати и инвестицијата е одложена.
- **СТС Текстаилс**, германски инвеститор, кој ги изнајми просториите на поранешната фабрика „Нонча Камишова“ во Велес, и донесоа опрема во истата. Фабриката почна со работа за високотехнолошки производ за текстилната и градежна индустрија. Планираат да достигнат 1000 вработувања, а во моментот имаат околу 50 вработувања.

- **ЕКС Трејд**, меѓународна компанија за електронски финансиски услуги и тргување, отвори канцеларија во Скопје во октомври 2015 година и планира да вработи 100 лица со различни лингвистички квалификации, пред сè со познавања од францускиот, италијанскиот, словенечкиот и англискиот јазик. Од јануари 2016 година компанијата започна со работа и веќе вработува 60 лица.
- **ДФ Лабс (Италија)** во 2014 година отвори ИТ-претставништво во Скопје со почетни 20 вработувања, а планирани се до 50 во наредните години.
- **Рамбл (Канада)** отвори свои претставништва во Скопје и Битола во 2014 година со 20 вработени. Планирано е да се прошират на 50 вработени, кои ќе вршат лицензирање и дистрибуција на електронски видеа за АОЛ, МСН и Јаху.
- **ЕФ СТОП (САД)** аутсорсинг-компанија отвори канцеларија во Скопје со над 20 вработени и планира натамошно проширување до 50 вработени.
- **Теск форс**, американско-македонска компанија, во бизнис со аутсорсинг-БПО во осигурителната и здравствената индустрија, вработија 150 лица во Битола, и отворија канцеларија во Скопје. Планот е да вработат 500 лица до 2020.
- **Аренес**, компанија од Холндија за хортикултура почна инвестиција во Винаца од 5 милиони евра. Досега се инвестирани 2 милиони евра. Планираат да вработат 100 лица, а во моментот работата околу 50 лица.
- **Слаис**, инвестиција во кол-центар во Охрид и Дебар, на иселеник од Македонија, со околу 100 вработени.
- **Симфони солушанс**, холандска компанија која отвори канцеларија во Скопје, за аутсорсинг на поголеми компании и производство на софтвер, планираат да ангажираат вкупно 150 лица а во моментот имаат ангажирано 90 лица.
- **Текспорт**, компанија од Австрија инвестираше во нов капацитет во индустриската зона во Винаца 2,5 милиони евра за производство на заштитна опрема за пожарникари и вработи околу 150 лица.
- **Инофрут**, компанија од Холандија, која е дел од Олимпик фудгруп која поседува најсовремен логистички центар за овошје и зеленчук за пазарите во Европа и Африка, инвестираше во купувањена имотот на пропаднатиот капацитет Агро Лозар од Богданци и новата фирма ја нарече Дојрана Фреш продјус Дојран. Планирани се околу 10 милиони евра инвестиција, со откупно-дистрибутивен центар, а досега се реализирани 1,5 милиони евра. Досегашната инвестиција е главно за набавка на опрема, инвестирање во иригациони системи и насади за поставување на плантажата за примарно производство. Планирани се 130 вработувања за 5 години, а досега реализирани се 28. Освен обработка на земјоделско земјиште од 250 хектари производство,

компанијата ќе се занимава и со откуп и извоз на земјоделски производи. Главниот фокус на производството ќе е на најсовремени високоприносни сорти на цреши и трпезно грозје наменети за извоз, како и откупно-дистрибутивен центар.

➤ **Агрокор**, компанија од Хрватска, инвестираше 20 милиони евра и вработи 180 работници во 2011, формира компанија Агрофруктус и изгради откупно-дистрибутивен центар за земјоделски производи во Струмица. По запаѓањето на хрватскиот Агрокор во финансиски тешкотии, истиот објект го даде под закуп и во моментот функционира.

➤ **Таурус фарм**, компанија од Германија, се регистрираше во 2010, инвестираше во Богданци, подигна 200 хектари насади и изгради логистички центар во Богданци. Досега инвестираше 12 милиони евра и вработи 115 работници.

Ова е **само еден дел** од странските директни инвестиции кои влегоа во Република Македонија во периодот 2007-2017 година.

Покрај овие, ги има уште многу, тргнувајќи од банкарскиот сектор каде влегоа француската **Сошиете Ценерал банк** во Охридска Банка -странски капитал во износ од 27 милиони евра, турско-холандската **Халк Банк**- странски капитал во износ од 21 милион евра,**Шпаркасе од Австрија**- странски капитал во износ од 26 милиони евра, **ЦКБ**(поранешна Силекс банка) - околу14 милиони евра, во ТТК влезе странски капитал во износ од 2,7 милиони евра,и неколку други. Потоа неколку во осигурителниот бизнис како**Кроација живот од Хрватска**, **Граве од Австрија**, **Винер живот од Австрија**, **Триглав од Словенија**, која го купи Вардар осигурување, **Сава осигурување од Словенија** влезе во Табак осигурување, **Винер од Австрија**, **Уника од Австрија**, **Уника живот од Австрија**, **Албсиг од Албанија**, **Виена иншуранс груп од Австрија**влезе во Кјуби осигурување и други. Во здравствениот сектор влезепознатиот турскибренд **Ацибаден**, а се отвори и **Европската очна болница**, исто така турска инвестиција. Во тутунската индустрија во соработка со Тутунскиот комбинат во Прилеп влезе американската мултинационална кооперација **Филип Морис**,во областа на трговски центри се инвестираше во **Сити мол**, кој подоцна беше откупен од фонд од Јужноафриканска Република и поголем број други инвестиции во различни области.

Изградбаи развој на ТИРЗ

Завршена е или во тек е изградбата на Технолошко-индустриски развојни зони на 14 локации низ Македонија:

- **ТИРЗ Скопје 1 (140 ха).** ТИРЗ Скопје 1 е функционална зона и во оваа зона активно работат седум компании, а во фаза на изградба и реализација се уште пет производствени капацитети. По потреба ќе има доинвестирања во зоната зависно од потребите на инвеститорите.
- **ТИРЗ Скопје 2(96 ха):** ТИРЗ Скопје 2 е функционална и во неа функционира една компанија. По потреба ќе се доинвестира во зоната зависно од потребите на инвеститорите. Одредени се локации и за ТИРЗ Скопје 3 и ТИРЗ Скопје 4 во продолжение на сегашните ТИРЗ во Скопје.
- **ТИРЗ Штип (206 ха).** ТИРЗ Штип е функционална и во неа активно работат три компании. Во периодот 2014-2016 година завршена е изградбата на инфраструктурните објекти, а во иднина ќе се продолжи со изградба на останатата инфраструктура во зависност од потребите на сегашните и идните инвеститори.
- **ТИРЗ Тетово (96 ха).** За оваа зона склучен е договор за ЈПП (јавно-приватно партнерство) со норвешки конзорциум, кој и во наредниот период ќе продолжи да ја гради внатрешната инфраструктура во зоната. Во зоната активно работи една компанија.
- **ТИРЗ Кичево – опфаг 1 (13 ха).** Во периодот 2014-2016 година завршена е изградбата на основната внатрешна инфраструктура до степен да биде функционална ТИРЗ Кичево, и по потреба на инвеститорот може да има доинвестирања. Во зоната во моментот активно работи американската компанија Ки Сејфти Системс.
- **ТИРЗ Прилеп (65 ха).** Во периодот 2014-2016 година се реализира изградбата на останатата внатрешна инфраструктура во ТИРЗ Прилеп со цел оваа зона да се доведе до степен на функционалност. Во иднина и во ТИРЗ Прилеп ќе се доинвестира во зависност од потребите на сегашните и идните инвеститори. Во зоната активно работат две компании и една е во фаза на изградба.
- **ТИРЗ Струмица (23 ха).** Во периодот 2014-2016 година во ТИРЗ Струмица се реализираат градежните работи за дел од основната внатрешна инфраструктура. Во иднина ќе се продолжи со изградба на останатата инфраструктура сè до степен оваа зона да се доведе до степен на функционалност. Во оваа зона активно функционира еден инвеститор.
- **ТИРЗ Струга (29 ха).** Во зоната изградена е основната инфраструктура, и по потреба ќе се доинвестира зависно од потребите на инвеститорите. Во зоната функционира еден инвеститор.
- **ТИРЗ Радовиш (10 ха).** Во периодот 2014-2016 година беше основана ТИРЗ Радовиш и заврши првата градежна фаза. Во зависност од заинтересираноста на идните инвеститори се планира да се доизгради зоната до степен на функционалност, односно ќе продолжи со втората градежна фаза во и надвор од зоната, откако инвеститорите ќе пројават интерес за инвестирање во оваа зона.

- **ТИРЗ Гевгелија (50 ха).**Завршена е првата фаза од изградбата на основната внатрешна инфраструктура. Во зависност од заинтересираноста на идните инвеститори, ќе седиизгради зоната до степен на функционалност.
- **ТИРЗ Ранковце (44 ха).**Зоната е основана и истата ќе се развива во согласност со потребите и интересот на инвеститорите.
- **ТИРЗ Берово (17 ха).**Во периодот 2014-2016 година беше основана ТИРЗ Берово. Во зависност од заинтересираноста на идните инвеститори ќе се изгради зоната до степен на функционалност.
- **ТИРЗ Ваница (21 ха).**Во периодот 2014-2016 година беше основана ТИРЗ Ваница. Во овој период се инвестираше во првата градежна фаза. Во зависност од заинтересираноста на идните инвеститори, ќе се изгради зоната до степен на функционалност.
- **ТИРЗ Делчево (20 ха).**Во периодот 2014-2016 година беше основана ТИРЗ Делчево. Во овој период се инвестираше во првата градежна фаза. Во зависност од заинтересираноста на идните инвеститори, ќе седиизгради зоната до степен на функционалност.
- **ИТ-зона.** Во периодот 2014-2016 година се одреди локација во ТИРЗ Скопје 2 што ќе биде погодна за изградба на административен канцелариски објект во кој компаниите од ИТ-дејност ќе можат да ги вршат своите активности под поволни услови за изнајмување на просторот. Донесен е Акциски план за изградба на административен објект во ТИРЗ Скопје 2, кој ќе биде наменет за компаниите од овој вид, за побрзо да започнат со работа во зоната и да креираат нови работни места.
- **Индустриски зони.** Во периодот 2014-2016 година согласно со Законот за индустриски и зелени зони, формирани се две индустриски зони во с.Туралево – Кратово и с.Косел-Охрид. Претходно се оформија индустриски зони во повеќе други општини како Битола, Прилеп, Велес, Петровец, Илинден, Василево, Ваница, Пробиштип, Неготино, Зелениково и други.
- Успехот и атрактивноста на Технолошко-индустриските развојни зони во Македонија се потврдени од страна на Ефдијај магазин (*fDiMagazine*), специјализирано списание за директни странски инвестиции на реномираната издавачка куќа Фајненшл тајмс(*FinancialTimes*). Во нивниот извештај „Глобални слободни зони на иднината“ за 2012/2013 година, ТИРЗ Скопје 1 и 2 беа рангирани во најдобрите 50 слободни зони во светот. Во последниот извештај на „Ефдијај магазинот“ (*fDiMagazine*) - „Слободни зони на годината“ за 2014 година, ТИРЗ Скопје 1 и 2 беа прогласени како победници во категоријата „Најдобра зона за големи корисници во Европа“.
- **Промотивни настани.** За директна промоција на економските потенцијали и поволности на Македонија пред потенцијалните странски инвеститори, земјата е претставена на настани кои овозможуваат директен контакт со бизнис-заедницата од таргетираните земји. Станува збор за

учество на меѓународни саеми, бизнис-форуми, родшоуа (road-shows), промотивни настани, бизнис-самити и конференции.

- ✓ Во соработка со Фајненшл тајмс (Financial Times) во 2014/15 година организирани се 13 настани под насловот „Investing in Macedonia“ во Виена, Минхен, Дизелдорф, Штутгарт, Токио, Сеул, Хонгконг, Њујорк, Чикаго, Келн и во Франкфурт, каде беа презентирани бизнис-поволностите во Република Македонија пред светски реномирани компании од различни сектори.
 - ✓ Во соработка со магазинот Форбс (Forbes) во 2014/15 година беа организирани 3 настани во Њујорк, Лондон и Лос Анџелес. Реализирани се 4 статии во серијалот Кантри репорт Маседониа (Country Report – Macedonia) на печатеното издание на магазинот Форбс (Forbes) за промоција на македонското вино, туризмот и бизнис-поволностите.
 - ✓ Македонија беше претставена и на Меѓународниот фестивал за бизнис 2014 (International Festival for Business 2014) во Ливерпул, Велика Британија. На овој двомесечен настан имаше над 200 бизнис-случувања кои придонесоа за присуство на над 250.000 делегации од цел свет. Ова е најзначаен бизнис-настан во Велика Британија во последните 60 години.
 - ✓ Тим Македонија во континуитет реализира роудшоуа во таргетираните земји, каде преку организирање на бизнис-форуми ги презентира бизнис-поволностите и можностите за инвестирање во Македонија.
- **Економски промотори.** Во низата активности на Владата за промовирање на Македонија како најповолна бизнис-дестинација спаѓаат и економските промотори. Нивната цел е воспоставување на непосредни контакти со идентификувани целни компании, локални стопански комори и други бизнис-асоцијации. За таа цел ангажирани се 32 промотори во следниве држави: Австрија, Албанија, Белгија, Бугарија/Србија, Бразил, Кина (2), Шведска/Данска, Франција, Германија (5), Италија, Канада, Холандија, Норвешка, Унгарија/Полска, Русија (2), Швајцарија, Турција (3), Велика Британија (3) и САД (7) и други.
- **Амбасадори и дипломатија.** Амбасадорите и дипломатијата беа насочени кон поголем број економски активности, и по таа основа добија инструкции како и објективни критериуми и начини за следење на нивните активности на планот на привлекување странски инвестиции.
- **Онлајн видеосредби со економски промотори.** Со цел доближување на услугите на економските промотори како и поврзување на нивните активности со извозните активности на домашните компании, од декември 2014 година, Агенцијата за странски директни инвестиции и промоција на извозот започна со одржување квартални онлајн видео-средби на домашни компании со можности за извоз со економските промотори.

7.2.3. Промотивни активности за привлекување на СДИ

➤ **Медиумски промотивни активности за привлекување СДИ.** Со цел јакнење на имиџот на државата како светски препознатлив бренд за инвестиции и туризам, продолживме со маркетиншките кампањи „Инвестирај во Македонија“ („InvestinMacedonia“) и „Македонија вечна“ („MacedoniaTimeless“), преку претставување во реномираните медиуми како Сиенен(CNN), Еуроњус (Euronews), Еуроспорт (Eurosport) и Тревел чејнел (TravelChannel).

За промотивната медиумска кампања „Инвестирај во Македонија“ („InvestinMacedonia“) се селектираа влијателни телевизиски медиуми кои според рејтингот на гледаност и публиката на која се обраќаат, одговараат на целната група на кампањата. Со оваа активност продолжи градењето на имиџот на земјата како атрактивна бизнис-дестинација, преку презентирање на позитивните искуства на постојните странски инвеститори во земјата кои преку серија промотивни спотови сведочеа за позитивната клима за инвестирање во земјата и ја препорачуваат Македонија како поволна дестинација за водење бизнис.

- Во соработка со CNN во 2014 година беа реализирани три сведоштва за инвестициската кампања со вкупно осум компании кои инвестирале во земјава: Кемет (Kemet), чија инвестиција според јавното кажување на висок компаниски претставник при церемонијата на почеток на градба на објектот, започнала од негово гледање реклама на CNNза можностите за инвестирање во Македонија, Цеваир холдинг (CevahirHolding), Арцелормитал (ArcelorMittal), ТАВ (TAV), Џонсон Мети (JohnsonMatthey), Ван хол (VahHool), Еуромакс (Euromax), Еуро БПО (EuroBPO), како и два инфографични спотови од по 30 секунди за поволностите за инвестирање во технолошките индустриски развојни зони, како и во цела Македонија. Изработени се и повеќе спотови од страна на владата и од CNN во форма на сведоштва за кампањата за привлекување туристи „Македонија вечна“ (MacedoniaTimeless), кои се придодадоа на претходно снимените спотови за истата кампања во организација на Владата, и реализирано е спонзорство преку програмата BusinessTravellerco RichardQuestна CNN, како и сличен анражман на Eurosport.

- Интернационалниот медиум Еуроњус (Euronews) во 2014 година изработи 3 оригинални едиторијал програми, „MacedonianLife“ на тема храна, Охрид, Кањон Матка и Дојранско Езеро. Програмите беа преведени и се емитуваа на 13 различни јазици. Во 2015 година Euronewsизработи 8 репортажи наречени „Македонски разгледници“. Преку истите се претставија одредени локации и знаменитости, односно Кањонот Матка, Националниот парк Маврово, манастирот „Св. Јован Бигорски“, Широк сокак-Битола, Водно-Скопје, Спомен куќата „Мајка Тереза“, Археолошкиот локалитет Стоби и Крушево.

- На медиумот Eurosport во текот на 2014/2015 година се емитуваа спотовите од кампањата „Македонија вечна“ вклучувајќи и спонзорство на програмите на истиот медиум како што се Светскиот шампионат во алпско скијање (AlpineSkiingWorldChampionship2015) и Турнирот четири врвови (FourHillsTournaments2014/2015 и 2015/2016).

- На реномираниот туристички телевизиски каналTravelChannelсе емитуваа спотовите од кампањата „Македонија вечна“.

- Тим наTheTravelShow, емисија наBBC, ја посети Македонија во текот на 2014 година и го снимил карневалот во Вевчани, кој се емитуваше на веб-страницата на BBCTravel.

Активностите за промоција на туризмот беа дел од активностите кои го удвоија бројот на странски туристи годишно во Македонија во периодот 2006-2016, што меѓу другите ефекти влијаеше на изградба и отворање на повеќе нови хотелски капацитети во Македонија.

➤ **За промоција на Македонија** какоинвестициска дестинација, во соработка со странските медиуми,продуцирани се позитивни написи, едиторијали и текстови во магазини од автомобилската индустрија:

- TheEuropeanTimes – претставени се инвестициските можности во ТИРЗ;

- TheReportCompany, чии медиумски партнери се TheGuardian и NewYorkTimes, претставена е Македонија како инвестициска дестинација;

- Automotive Industries;

- Why Emerging Europe;

- Business News Europe;

- Economic Intelligence Until – Balkanalysis;

- Јутарњи лист;

- UNITEE - New European Business Confederation - специјален прилог посветен на Македонија и на инвестициските потенцијали;

- Europa service – специјален прилог посветен на Македонија и на инвестициските потенцијали.

➤ **Организирање и присуство на релевантни конференции, саеми и конгреси.** Еден дел од промоцијата на Македонија го опфаќа и присуството на конференции, саеми и конгреси, од областа на автомобилската индустрија и електрониката, како и настани од областа на инвестициите. Преку штандови се презентира поволната бизнис-клима и можностите за инвестирање во земјата. Присуството на овој вид настани овозможува и одржување на континуитет во релациите со компаниите, воспоставување на нови контакти, реализирање на директни контакти, поединечни средби и презентации. На годишно ниво се посетуваат следните настани:

- OESA Outlook Conference во Детроит организирана од Здружението на производители на компоненти од САД (Original Equipment Suppliers Association);
 - Светски конгрес за автомобилска индустрија (Automotive News World Congress) во Детроит - настан што претходи на најважниот годишен автомобилски настан во Северна Америка - North American International Auto Show (NAIAS);
 - Автомобилски светски конгрес и експозиција во Детроит - SAE World Congress & Exhibition - Automotive News Europe Congress - Конгресот е континуитет на Светскиот автомобилски конгрес одржан во Детроит и се одржува секоја година во Европа;
 - Automotive Parts Manufacturers' Association во Канада, Виндзор – Годишна конференција организирана од страна на асоцијација на канадски производители на автокомпоненти;
 - Automobilwoche Congress во Берлин, Германија;
 - Automobile Produktion – кој се одржува во Минхен, Германија;
 - CLEPA, Annual Reception- кој се одржува во Брисел, Белгија;
 - Automechanika- кој се одржува во Франкфурт и Чикаго;
 - Geneva Motor Show- кој се одржува во Женева, Швајцарија;
 - Korea Automotive Industry Exhibition KOAA Show - кој се одржува во Сеул, Јужна Кореја.
- **Проект www.brownfields.investinmacedonia.com.** Се изработи и се промовира интерактивна база на парцели и неискористени индустриски објекти од сите региони на територијата на Македонија. Оваа база со браунфилд-локации е достапна за потенцијалните странски и домашни инвеститори, и истата содржи податоци за производствени и административни капацитети, логистички центри, и други објекти и земјоделско земјиште. Базата е јавно достапна <http://brownfields.investinmacedonia.com/> и, на заинтересираните инвеститори, им дава лесен пристап до бараните податоци за реализација на нивните браунфилд-инвестиции во Македонија.
- **Поддршка на инвестиции во логистички центри** за лесна достапност до странските пазари на македонското земјоделско производство. Во рамките на овие активности, предвидени се 10 локации.

7.2.4. Странски директни инвестиции и во услови на политичка криза

Како резултат на вкупните напори, а во значајна мерка отворањето нови директни и индиректни вработувања од страна на компаниите со странски капитал, како и активните политики на пазарот на работната сила од страна на Владата на Република Македонија, стапката

на невработеност се намали од 38,7% колку што достигна во 2005 година на 22,6% на крајот на вториот квартал од 2017 година.

И покрај политичката криза во 2015 и 2016 година, па сè до средината на 2017 година, главен приоритет на Владата на Република Македонија во борбата против високата стапка на невработеност беше стимулирањето на нови инвестиции и привлекувањето странски компании. Дури и во ситуација кога државата се справуваше со наметната политичка нестабилност, Владата на Република Македонија не се откажа од намерите, агресивно делуваше во активностите за привлекување СДИ и создаваше услови за реализација на нови инвестиции.

На пример, само во една седмица од октомври 2016 година беа најавени четири големи инвестиции со над 2.700 нови вработувања, дел од нив објавија одлука за инвестирање, дел започнаа со градба на капацитетот, а дел почнаа производство. Исто така, беше потпишан и договор за инвестирање на нова фабрика на германската компанија од автомобилската индустрија „СТС текстајл“ во Велес, преку рестартирање на дел од капацитетите на некогашната Свилара. Официјално отпочна со работа германската компанија „Костал“ во Охрид и тоа во просториите на некогашната компанија загубар „ЕМО“, а грчката компанија „Цераметал“ официјално објави дека ќе инвестира во капацитет во битолското село Жабени. Свој влез објави и компанијата „Инофрут“ од Холандија и тоа токму преку преземање на пропаднатиот комбинат „Агро Лозар“ од Богданци, со најавени нови инвестиции во нов капацитет за откупно-дистрибутивен центар за земјоделски производи, како и производство и извоз на земјоделски производи. Овој пример покажува дека и во услови на политичка криза можат да се привлечат СДИ ако се има добра организација, понуда и соодветна промоција.

Во период на две и пол години политичка криза, многу други компании се одлучија да инвестираат и отпочнаа со работа во Република Македонија. Американската компанија „Аутомотив“ во текот на 2015 година започна со работа во Технолошко-индустриската и развојна зона (ТИРЗ) Скопје 1. Инвестицијата е во вредност од 15 милиони евра со ангажирање на најмалку 400 нови работни места. Американската компанија „Делфај Електроник“ во текот на 2015 година ја објави својата одлука за инвестирање која подоцна и ја реализира. Во ноември 2016 година започнува првата фаза од инвестицијата на италијанската компанија „Јуроп Шок Абсорберс“, дел од групацијата Монганте, производител на амортизери за шински возила, камиони и автобуси, инвестиција вредна 10 милиони евра.

Во 2016 година италијанската компанија „Технохозе“ го комплетираше вториот инвестициски проект во Република Македонија со дополнителни 11 милиони евра инвестиции, кој предвидуваше дополнителни 150 вработувања. Италијанската компанија „Макдиа“, дел од групацијата „Диатек“, за производство на производи за дигитално печатење и хартија за текстилна

индустрија во 2015 година започна со производство во ТИРЗ Скопје 1, а вкупниот број на вработени ќе достигне 200. „Герман Електро Мехатроникс“, компанија за електрични уреди за обновлива енергија, потпиша договор за инвестирање и започна со градба на капацитетот. Планирана е инвестиција од 15 милиони евра и 200 вработувања. Белгиската компанија „Ван Хол“, во април 2016 година започна со реализација на втората фабрика, инвестиција од дополнителни 15 милиони евра и уште 400 нови вработувања. Германската компанија „Техникал Текстајлс“ на крајот на 2015 година започна со производство во новоизградениот објект во ТИРЗ Штип, инвестиција која предвидува 1000 вработени. Сопственикот на компанијата јавно посочи дека идејата за инвестирање во Македонија му дошла од списание каде Македонија се рекламирала како инвестициска дестинација кое го пролистувал во авионски лет одејќи во друга држава со веќе донесена одлука да инвестира во државата во која бил упатен, по што стапил во контакт со македонските преставници за инвестици. Италијанската компанија „Кондево“ во 2015 година започна со изградба на производствениот објект во Штип, каде инвестицијата се проценува во висина на 40 милиони евра и 250 вработувања.

Исто така, во јули 2016 година во Прилеп почна со работа и компанијата „Гентерм“ и изградбата на фабриката на германски „Акомпласт“. Во 2016 година во Кичево и официјално почна со работа еден од најголемите светски производители на сигурносни производи за автомобилската индустрија „Ки сејфти систем“. Покрај ова, се заврши и градбата на фабриката на германската компанија „ОДВ Електрик“ во ТИРЗ Струга. Американската компанија од автомобилската индустрија Адидент во 2016 година започна со изградба на фабрика во Струмица. Американската компанија од автомобилската индустрија „Леар“, по пробното производство во изнајмен постоеен објект во Гостивар од втората половина на 2016 година работи во производствен погон во ТИРЗ Тетово. Исто така канадската компанија „One Contact“ во септември 2016 година, почна со работа отворајќи кол-центар („call center“) во Скопје, при што планира да вработи 200 лица. Германската компанија „Кеслер“ на почетокот на 2016 година објави дека ќе отвори центар за истражување и развој во Македонија. По извршениот процес на селекција, првите инженери се испратени на обука во центарот на Кеслер во Германија. Американската компанија „Амфенол“, која има две фабрики во Кочани и три производствени погони, почна со подготовка за отворање на нова, трета фабрика и четврт погон. Бугарската компанија за производство на транзистори „Филкаб“ финишираше со градба на својот објект во Скопје. Во 2015 година започна со работа и ирската компанија „Баракуда“, лидер во истражување и развој на деловен банкарски софтвер, како и „Еш Ленд“ од Дубаи, која отвори во Ресен, нов откупно-дистрибутивен центар за овошје.

Инвестициски циклус поттикнат од влезот на странски капитал имаше и во секторот рударство. Компанијата „Сардич МЦ“, по двегодишни истражувања почна со изградба на својот

рударски комплекс во Казандол, Валандово. Конечно, се рестартираше и рудникот за олово и цинк во Пробиштип, како и рудникот Тораница во Крива Паланка по влезот на нов инвеститор од Бугарија.

Ова се само дел од инвестициите во периодот откако започна политичката криза, од јануари 2015 година до ноември 2016 година. Постигнатите резултати се видливи, имајќи ги предвид сите предизвици и опструкции на политички план со кои се соочуваше земјата. Финалниот заклучок е дека приливот на странски капитал во форма на СДИ беше главен мотор на индустријата, силен стимул во процесот на намалување на високата невработеност и главен катализатор на зголемувањето на додадената вредност и нивото на технолошкиот развој во Република Македонија, дури и во време на сериозна двеиполгодишна политичка криза.

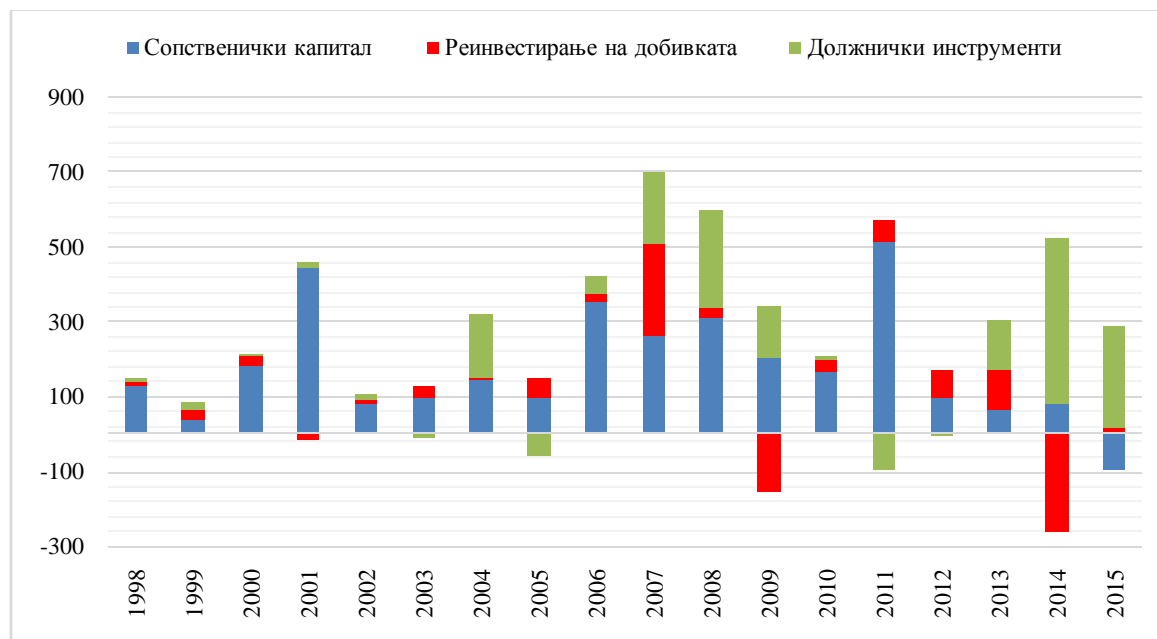
Сепак, дел од потенцијалните инвеститори го одложуваа инвестирањето во Македонија во исчекување на разврска на политичката криза. Помал дел, токму заради политичката криза, одлучија да инвестираат во друга земја, наместо во Македонија.

7.2.5. Критички осврт на структурата на СДИ

Во структурата на СДИ во Република Македонија најзначајно учество имаат акционерскиот капитал и реинвестираната добивка. Имено, од почетокот на јануари 1997 година до крајот на октомври 2016 година, просечното учество на акционерскиот капитал и реинвестираната добивка во вкупната вредност на СДИ изнесуваше 73,9%. Мора да се напомене дека се присутни значајни варијации околу просечната вредност (Графиконот 67). Сепак, сумарниот заклучок укажува дека СДИ биле првенствено придвижувани од зголеменото инвестирање во сопственички капитал и остварените позитивни финансиски резултати на компаниите со странски капитал во Република Македонија.

Просечното учество на СДИ во форма на должничките инструменти во периодот од почетокот на јануари 1997 година до крајот на октомври 2016 година изнесуваше 26,1%.

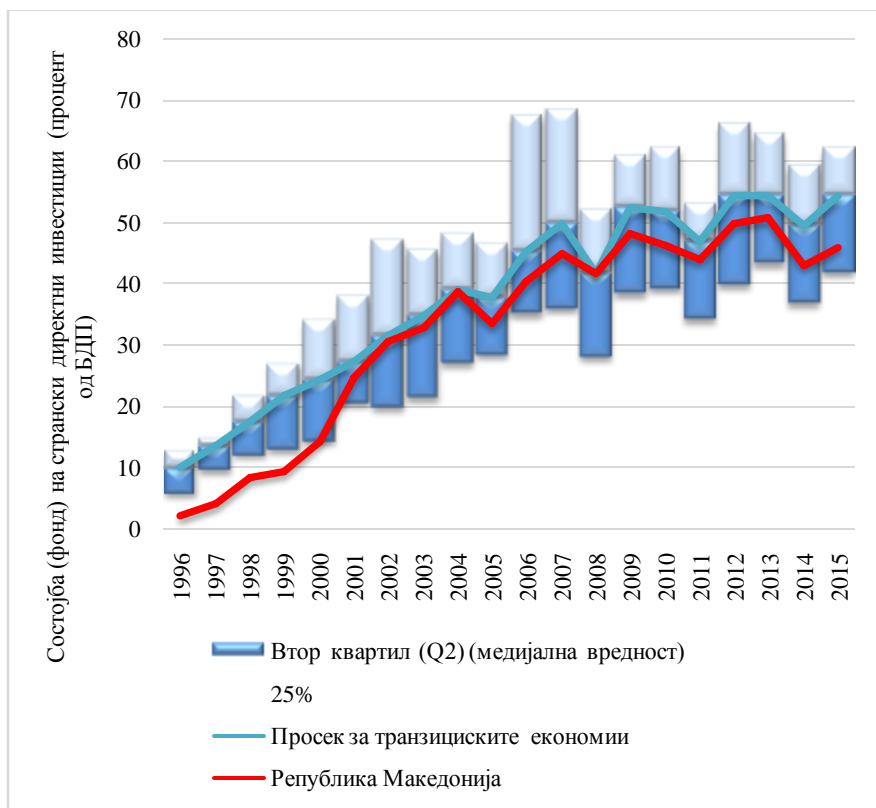
Графикон 67. Структура на странските директни инвестиции (нето-приливи) во Република Македонија, 1998-2015 година



Извор: НБРМ, 2016.

Споредбата на состојбата или фондот на странски директни инвестиции како процент од БДП во транзициските економии и Република Македонија во периодот од 1995 до 2015 година покажува дека до 2000 година, македонската економија ѝ припаѓаше на првата четвртина (квартал) на подредената статистичка серија (Q1 или подмедијална вредност). Од 2000 година натаму, во поглед на фондот на СДИ, Македонија влегува во вториот квартал (Q2 или медијална вредност) и се ближи до просекот на транзициските економии (Графикон бр. 68). На крајот на 2015 година, фондот на странски директни инвестиции, кои влегле во македонската економија („inward FDI stock“), изнесуваше 46,1% од БДП.

Графикон 68. Споредба на состојбата (фондот) на странски директни инвестиции (процент од БДП) во транзициските економии и Република Македонија, 1996-2015 година



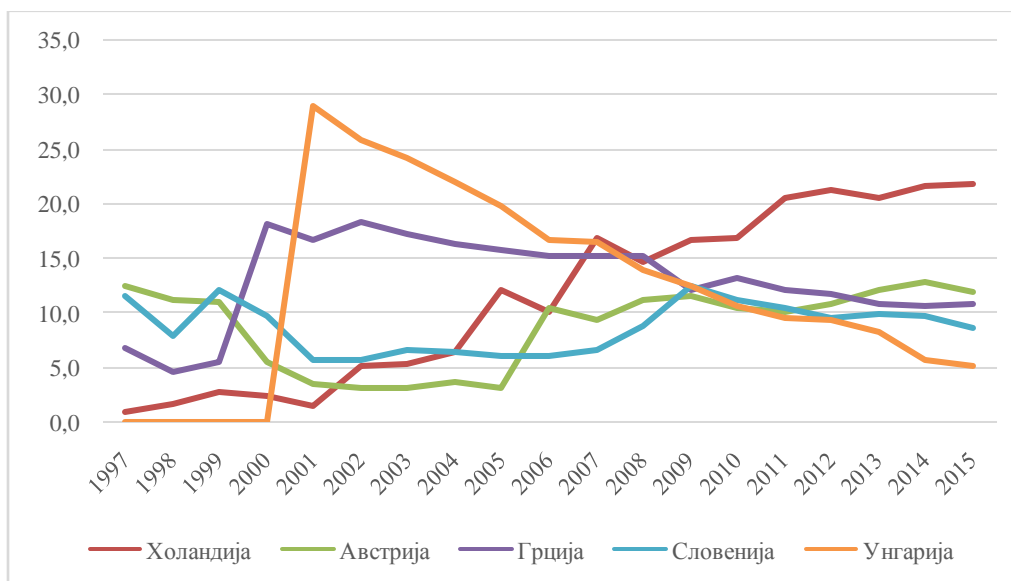
Извор: НБРМ, 2016.

Заклучно со крајот на 2015 година, првите десет земји од каде доаѓаат најголемите приливи на СДИ на кумулативно ниво во Република Македонија се: Холандија (21,8%), Австрија (11,9%), Грција (10,8%), Словенија (8,5%), Унгарија (5,1%), Турција (4,9%), Германија (4,3%), Бермуди (4,2%), Швајцарија (3,5%) и Обединетото Кралство (3,1%). Веднаш се воочува дека првите пет дестинации од каде потекнуваат најголемите кумулативни СДИ во Република Македонија се државичленки на ЕУ. Иако не постои политика на селективен пристап кон странските инвеститори, политичката, економската и културната блискост до Европа ја прави македонската економија интересна за европскиот капитал.

Вредно е да се напомене дека иако е Унгарија во првите пет најголеми инвеститори, сепак станува збор за еднократен ефект поврзан со продажбата на македонскиот телекомуникациски оператор на унгарската компанија, „Magyar Telekom Group“ (Графикон 69). Особено интересен е примерот на Кралството Холандија, кое со континуирани СДИ во македонската економија полака си го пробиваше патот до позицијата на најголем странски директен инвеститор во Република

Македонија за што влијание имаат и одредени поволности на регистрираните странски компании во таа земја.⁴² Еднапричина, иако не и најважна, за ваквиот тренд на пораст на холандските инвестиции е формирањето на Македонско-холандската стопанска комора, со која се зацврсти соработката меѓу македонските и холандските бизнисмени. Кралството Холандија претставува втор најголем извозник на земјоделски производи во светот, а холандските компании во македонското земјоделство гледаат големи можности за инвестирање.

Графикон 69. Учества на првите пет земји-најважни инвеститори во Република Македонија, 1997-2015 година (кумулативно ниво на СДИ, во проценти)



Извор: НБРМ, 2016.

⁴²На крајот на 2015 година, Кралството Холандија инвестирало 960 милиони евра, Австрија 524,9 милиони евра, Грција 477,3 милиони евра, Словенија 375 милиони евра, Унгарија 226,5 милиони евра, Турција 214,6 милиони евра, СР Германија 190,7 милиони евра, Бермуди 184,2 милиони евра, Швајцарија 152,1 милиони евра, а Обединетото Кралство 134,9 милиони евра.

7.3. Прилив и структура на странските портфолио инвестиции

Во периодот пред светската финансиска криза или поточно од 2003 до 2007 година, Република Македонија остваруваше приватни нето-приливи на странски портфолио-инвестиции во форма на: (а) сопственички капитал и акции или удели во инвестициски фондови или (б) должнички хартии од вредност. Во преткризната 2007 година тие достигнаа речиси 170 милиони американски долари или 2% од БДП, по што следуваше крах и масовен одлив на капиталот од страна на странските портфолио-инвеститори (Графикон 70). Од една страна, приливот на странски портфолио-инвестиции ветуваше продлабочување на финансискиот пазар и подобро вреднување на активата на компаниите, кои котираат на Македонската берза. Од друга страна, приливот на краткорочен капитал од хрватски и словенечки инвеститори, кои не се доволно запознаени со перформансите на македонските компании, носеше и сериозни ризици.

Графикон 70. Структура на странските портфолио -инвестиции во Република Македонија, 1998-2015 година (во милиони американски долари)



Забелешка: Приливите и одливите на приватен капитал се однесуваат на странските портфолио-инвестиции во сопственички капитал и акции/ удели во инвестициски фондови или во должнички хартии од вредност.

Извор: Графиконите се дизајнирани со употреба на податоци од НБРМ, 2026 година.

Извор: НБРМ, 2016.

Брзиот и обилен прилив на странски капитал предизвикуваше пораст на цените на некои хартии од вредност, по што во многу случаи следеше шпекулативна продажба на хартиите од вредност и остварување на капитална добивка, а потоа, огромен пад на цените на акциите на одделни компании. И покрај многуте предупредувања од Комисијата за хартии од вредност и Владата на Република Македонија, дел од македонската јавност се вклучи во спекулативните финансиски инвестиции на Македонската берза со надеж дека ќе следува брза реализација на значајни капитални добивки. На крајот на 2006 година дури 40,8% од финансискиот имот на секторот население се чуваше во форма на акции (29,1%) и обврзници (11,7%).⁴³ Берзанскиот колапс од светски размери предизвика промена во структурата на финансискиот имот во полза на банкарските депозити, но и голем вредносен пад на постојното портфолио на акции. Практично од 2008 година до денес, во Република Македонија нема забележливи приливи на приватен капитал во форма на странските портфолио-инвестиции. Напротив, регистрирани се мали, но стабилни одливи на приватен капитал околу 45 милиони американски долари годишно.

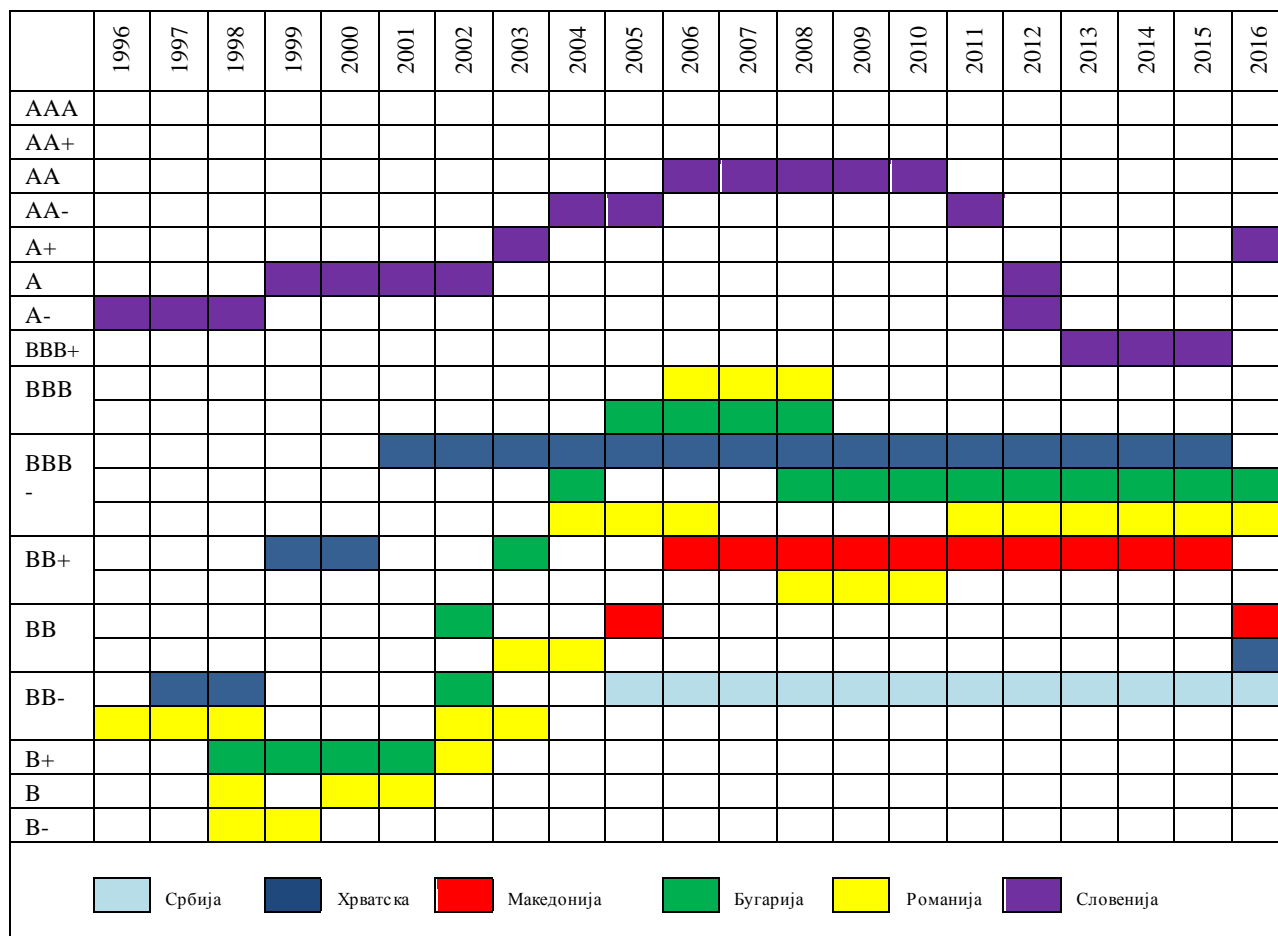
Официјалните приливи на странски капитал во форма на странски портфолио-инвестиции се реализираа преку емисии на еврообврзници на меѓународниот пазар на капитал.⁴⁴ Досега Република Македонија има издадено пет еврообврзници во 2005, 2009, 2014, 2015 и 2016 година, при што обврските по нив се сервисираат редовно и непречено.

Издавањето на еврообврзници ивоопшто, појавувањето на меѓународната инвестициска картаго привлече радарот на меѓународните кредитни рејтинг-агенции, и истовремено изврши поголем притисок за водење прудентни економски политики во Република Македонија. И покрај глобалната економска криза и европската должничка криза, Република Македонија успешно се справуваше со негативните шокови и задржа солиден кредитен рејтинг. Според меѓународната кредитна рејтинг-агенција „Fitch“, тој повеќе години беше позициониран на ВВ+, а во 2016 година, како резултат меѓудругото и на долгата политичка криза, забележа минимална надолна корекција кон ВВ.

⁴³Извор: Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2007 година.

⁴⁴Република Македонија ја издаде првата еврообврзница во декември 2005 година, во вкупен износ од 150 милиони евра, со рок на достасување од 10 години (декември 2015 година) и купонска каматна стапка од 4,625%.

Графикон 71. Промени на кредитниот рејтинг на долгорочните државни обврзници на одбрани земји од Југоисточна Европа, според „FitchRatings“, 1996-2016 година



Извор: Графичкиот приказ е изработен според промените на рејтингот на долгорочните државни обврзници емитувани во странска валута, и објавен од меѓународната кредитна рејтинг- агенција „Fitch“, 2016 година.

Двете новопримени членки на ЕУ, Романија и Бугарија, имаат за само една оценка повисок кредитен рејтинг од Република Македонија, што доволно сведочи за сериозноста на макроекономските предизвици во пост-кризниот период.

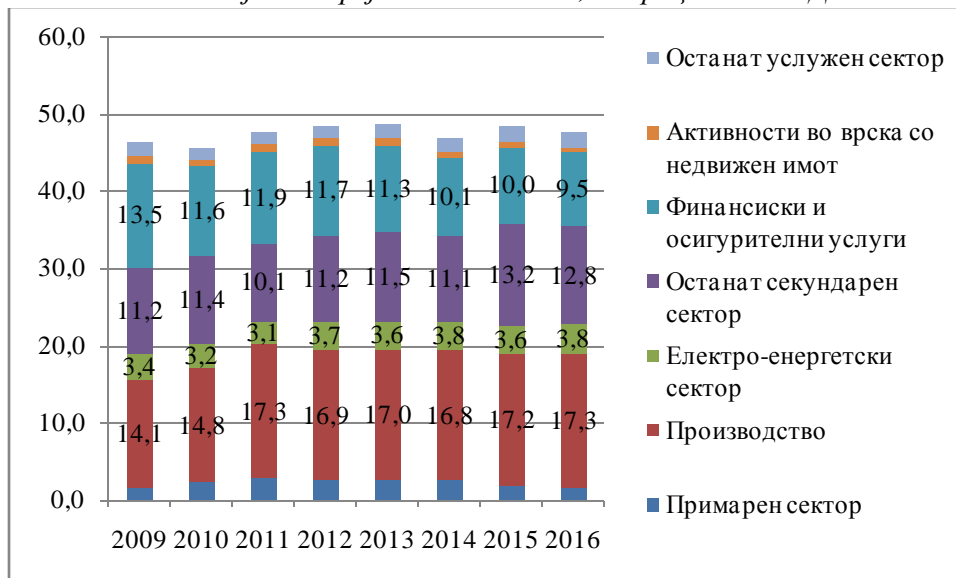
7.4. Секторско распоредување на странскиот капитал во македонската економија

Од секторски аспект, терцијарниот или услужниот сектор во македонската економија е досега најпосакуваната дестинација за СДИ. На крајот на 2016 година, во овој сектор беше вложен странски сопственички капитал во вредност од 52,5% од вкупните СДИ или 25,1% од БДП (Графикони 72 и 73). При тоа, најзначајните инвестиции се остварија во секторот на *финансиски и осигурителни активности* (9,5% од БДП) и *трговија на големо и мало; поправка на моторни возила и мотоцикли* (6,8% од БДП). Приливот на СДИ во секторот недвижности е стабилен и релативно мал (околу 0,9% од БДП), што во голема мера објаснува зошто во пресрет на светската финансиска криза немаше драматичен пораст, а по неа и последователен крах на цените на недвижностите („housing price boom and bust“).

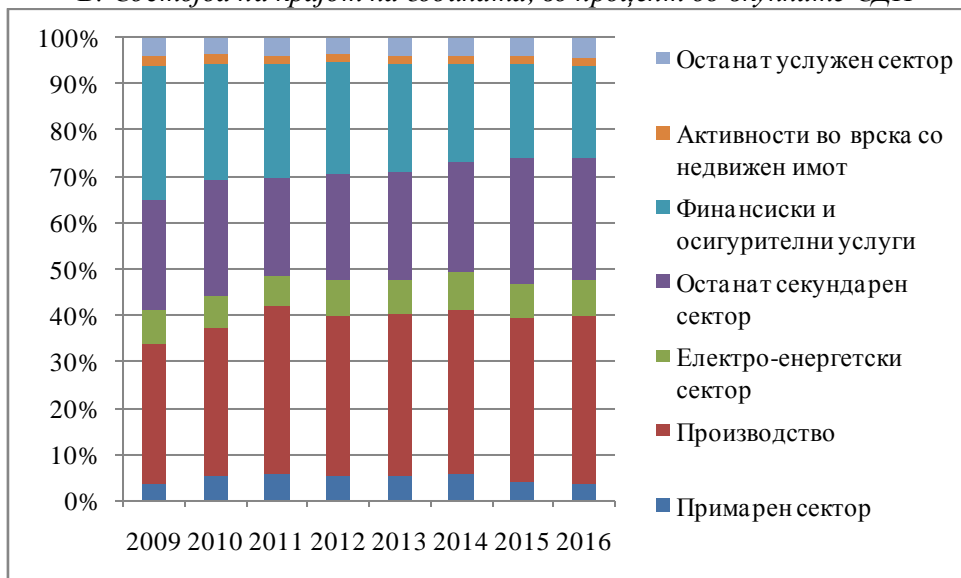
Втората посакувана дестинација за странските инвеститори беше секундарниот сектор во македонската економија, во кој кумулативно беа вложени 24,6% од БДП заклучно со крајот на 2016 година. Во *производството* кумулативно беа вложени 17,3% од БДП, *во градежништвото* 3,5% од БДП, а во *електро-енергетскиот сектор* беа кумулативно вложени 3,8% од БДП во 2016 година (Графикон 74).

Графикон 72. Распоредување на странските директни инвестиции по дејности, 2009-2016 година (состојба на крајот на годината, во проценти)

A. Состојба на крајот на годината, во проценти од БДП



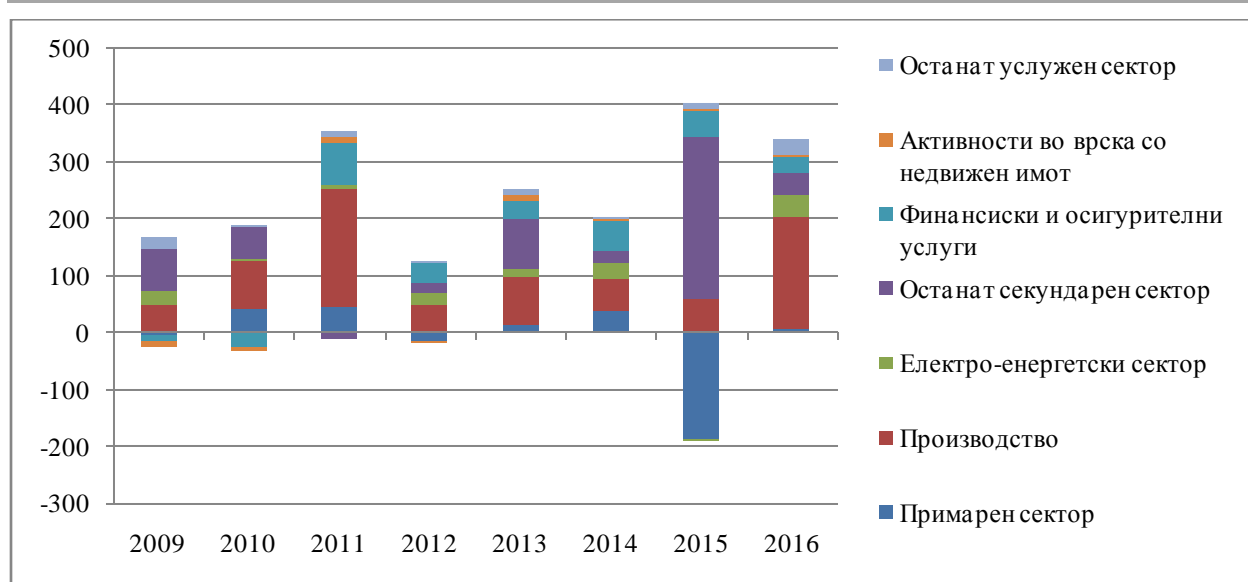
B. Состојба на крајот на годината, во процент од вкупните СДИ



Извор: Пресметки врз основа на податоци од НБРМ, 2017 година. Забелешка: Распределбата на секторите е врз основа на NACE 2 класификацијата на дејности, а платно-билансните податоци се составени според шестото издание на Прирачникот на ММФ за платно-билансни статистики (БПМ6).

Набљудувани како движења или текови, СДИ бележат голема варијабилност во одделни дејности во периодот од 2009 до 2016 година. Од тие причини, анализата е ограничена на нивната секторска структура во рамките на вкупниот фонд (или состојба) на СДИ.

Графикон 73. Движења(текови) на странските директни инвестиции по дејности, 2009-2016 година (во милиони евра)

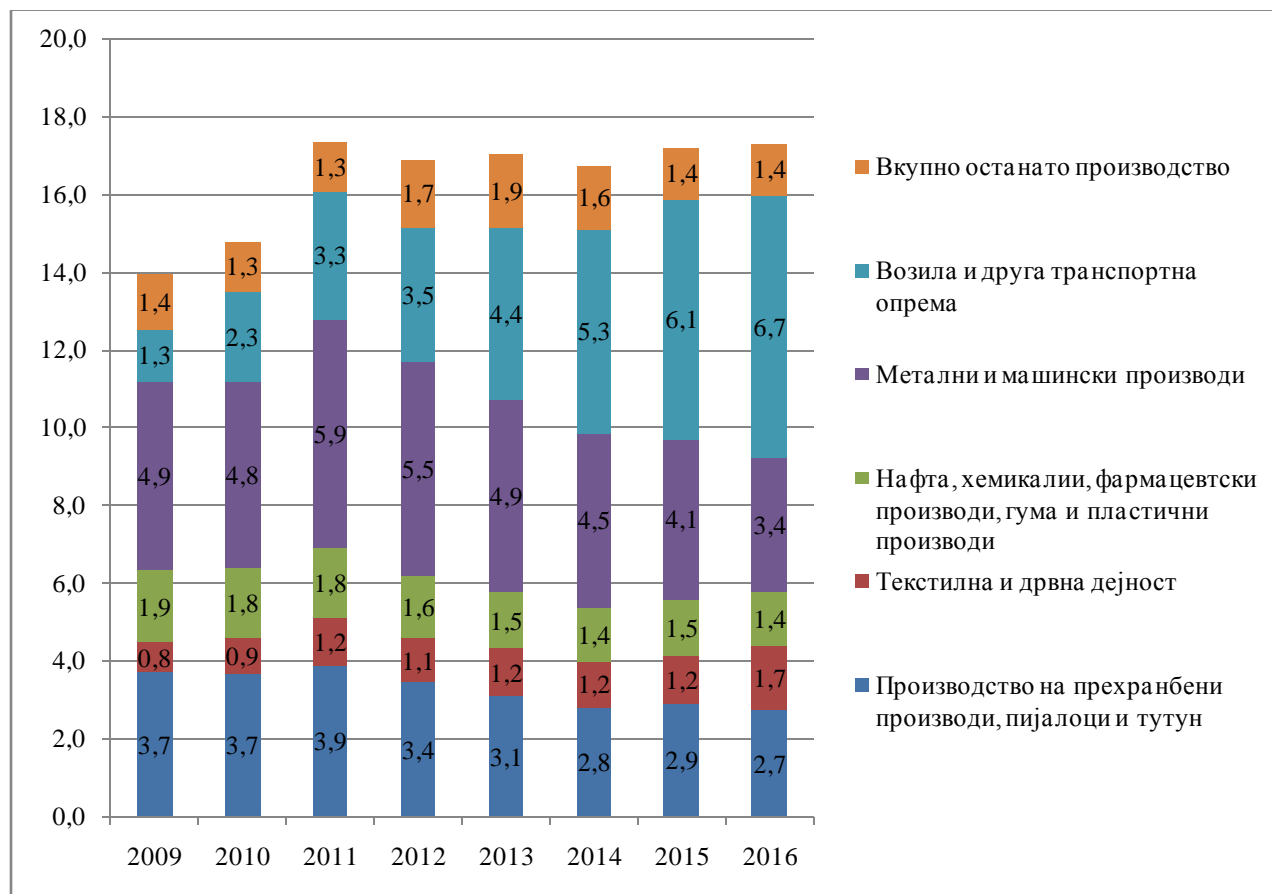


Извор: Пресметки врз основа на податоци од НБРМ, 2017 година. Забелешка: Распределбата на секторите е врз основа на NACE 2 класификацијата на дејности, а платно-билансните податоци се составени според шестото издание на Прирачникот на ММФ за платно-билансни статистики (БПМ6).

Со оглед на високиот процент на странски инвестиции во секторот производство, на Графиконот 74 е прикажана структурата. Најголемиот интерес на странските инвеститори е во дејноста *производство на возила и друга транспортна опрема*, потоа *производство на метали и машински производи*, следува *производство на прехранбени производи, пијалоци и тутун*.⁴⁵

⁴⁵Примарниот сектор се состои од: A0395 Земјоделство, шумарство и рибарство. Секундарниот сектор се состои од: B0995 Рударство и екстракција, C3395 Производство, D3500 Електрична енергија, гас, пара и и разладни уреди, E3995 Водоснабдување, канализација, управување со отпад и работи на посредување и F4395 Градежништво. Терцијарниот сектор се состои од: G4795 Трговија на големо и мало; поправка на моторни возила и мотоцикли, H5395 Транспорт и складирање, I5695 Сместување и послужување, J6395 Информациони комуникации, K6695 Финансиски и осигурителни активности, L6800 Активности во врска со недвижниот имот, M7595 Професионални научни и технички активности, N8295 Административни помошни активности, P8500 Образование, Q8895 Здравствена и социјална заштита, R9395 Уметност, забава и рекреација и S9695 Останати услуги.

Графикон 74. Распореѓување на СДИ во производството, 2009-2016 година (состојба на крајот на годината, во проценти од БДП)



Извор: Пресметки врз основа на податоци од НБРМ, 2017 година.

7.5. Анализа на ефектите од меѓународните текови на капитал во Република Македонија

Во периодот од 1 јануари 2000 година до 31 март 2016 година, позначајни напливи на меѓународен капитал (capital surges) во македонската економија се забележани во девет кварталиспоред пошироката дефиниција, од кои само три квартали ја задоволуваат рестриктивната дефиниција (види Табели 15 и 16 и Графикони 75, 76 и 77). Како што беше посочено во четвртата глава од докторската дисертација (секција 4.6), како епизоди на напливи на меѓународен капитал се сметаат оние квартали, во кои бруто-приливите на меѓународен капитал се поголеми од долгорочниот тренд зголемен за една стандардна девијација (поширока дефиниција) или трендот зголемен за две стандардни девијации (рестриктивна дефиниција). По истиот принцип,

намалувањето на бруто-приливите на меѓународниот капитал под трендот, намален за 1 стандардна девијација (поширока дефиниција) или за 2 стандардни девијации (рестриктивна дефиниција) се смета за епизода на „ненадејно запирање“ на тековите на странски капитал. Вторите две епизоди, кои првенствено зависат од однесувањето на домашните резиденти, се наречени: (3) епизоди на бегство на капиталот („capital flight“) и (4) епизоди на намалување на капиталот („capital retrenchment“). Ненадејно бегство на капиталот се случува кога бруто-одливите на меѓународниот капитал се намалуваат барем за една стандардна девијација (алтернативно: за две стандардни девијации) под нивниот тренд. Епизодите на ненадејно намалување на капиталот се случуваат кога бруто-одливите на меѓународниот капитал се зголемуваат за најмалку една стандардна девијација (алтернативно: за две стандардни девијации) над нивниот тренд.

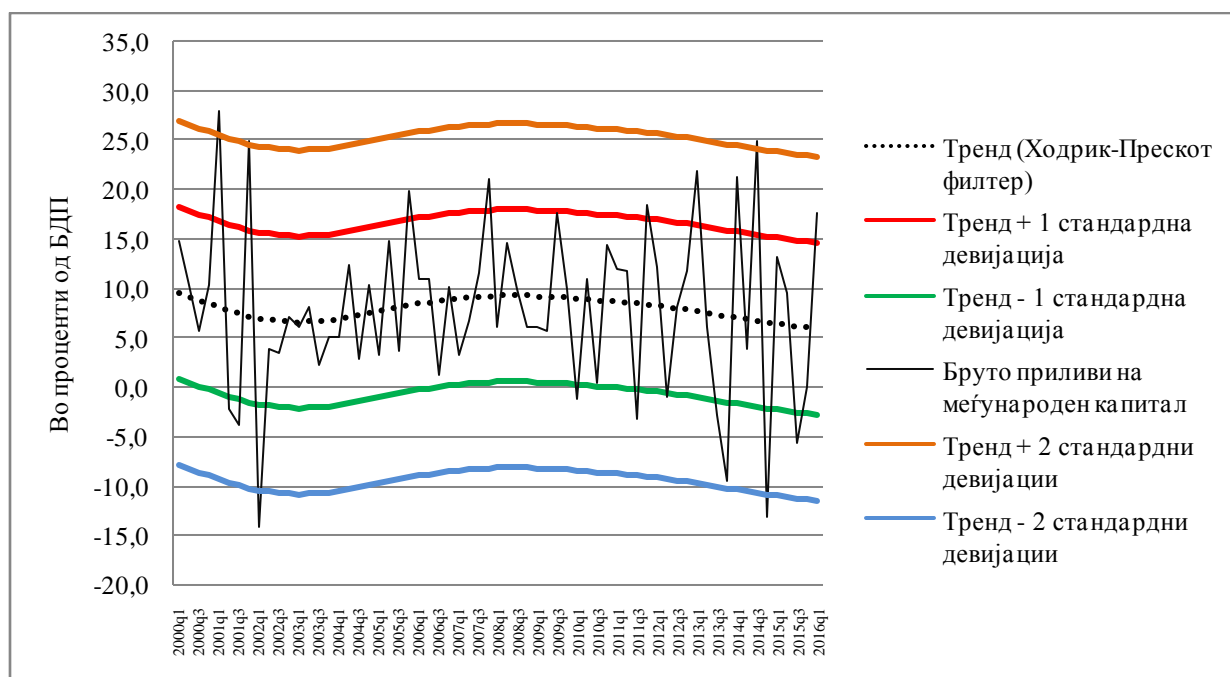
Трендот е пресметан со употреба на Ходрик-Прескот филтерот на временската серија од 2000q1 до 2016q1 година, кој според статистичките препораки при употребата на квартални податоци, користи параметар за нивелирање од 1600.

Прегледот на емпириската литература покажа дека постојат повеќе индиции дека по напливите на капиталот следуваат ненадејни запирања на тековите на меѓународниот капитал. Така на пример, напливот на меѓународен капитал во првиот квартал од 2001 година му претходеше на ненадејното запирање во вториот и третиот квартал истата година, но ваквото однесување беше предизвикано од неекономски фактори. Приливот на капитал по основа на приватизацијата на „Македонски телеком“ во јануари 2001 година, коинцидираше пред вооружениот конфликт во 2001 година, кој покрај човечките и материјалните жртви, предизвика и драстично намалување на приливите на странски капитал во следните два квартала. Исто така, високиот наплив во четвртиот квартал од 2001 година по основа на странско задолжување се совпадна со ненадејното запирање на тековите на капиталот во првиот квартал од 2002 година.

Табела 15. Епизоди на напливи и ненадејни запирања на тековите на меѓународен капитал во Република Македонија, 2000q1-2016q1

Епизоди на наплив на меѓународен капитал („capital surges“)		Епизоди на ненадејно запирање на меѓународниот капитал („sudden stops“)	
Тренд + 1 стандардна девијација	Тренд + 2 стандардни девијации	Тренд - 1 стандардна девијација	Тренд - 2 стандардни девијации
2001q1	2001q1	2001q2	2002q1
2001q4	2001q4	2001q3	2014q4
2005q4	2014q3	2002q1	
2007q4		2010q1	
2011q4		2011q3	
2013q1		2012q2	
2014q1		2013q3	
2014q3		2013q4	
2016q1		2014q4	
		2015q3	

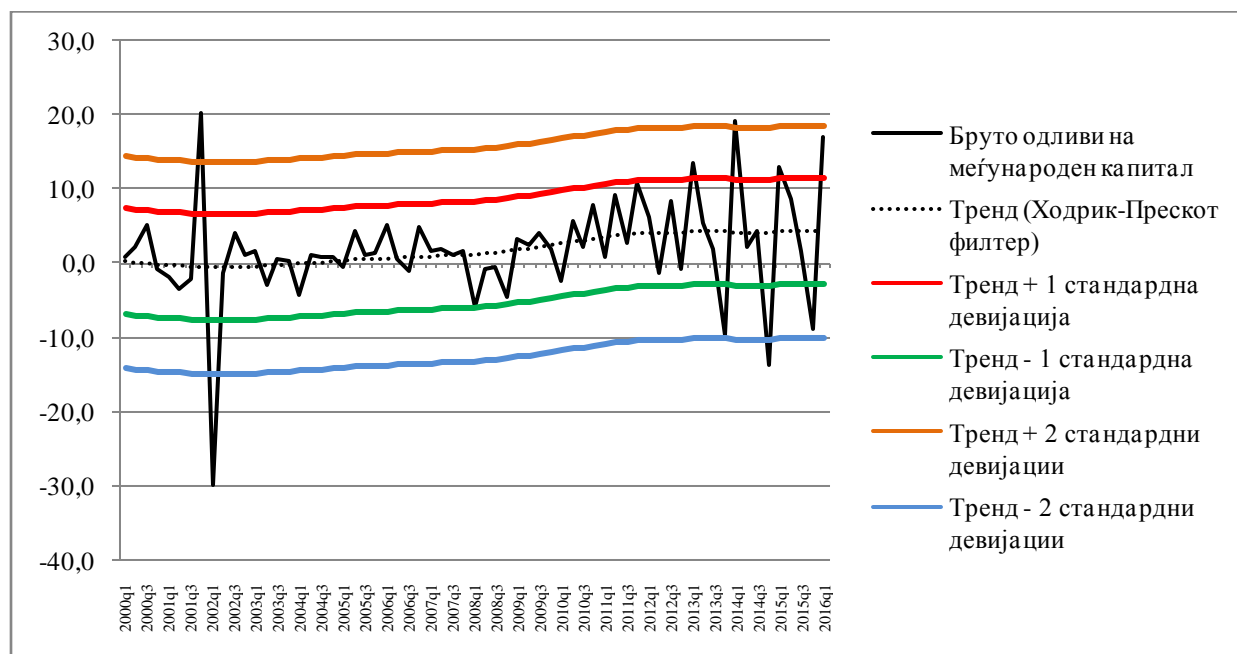
Графикон 75. Графички приказ на епизодите на напливи и ненадејни запирања на меѓународниот капитал во македонската економија, 2000q1-2016q1



Табела 16. Епизоди на бегство на капиталот и ненадејно намалување на меѓународниот капитал во македонската економија, 2000q1-2016q1

Епизоди на бегство на капиталот („capital flight“)		Епизоди на ненадејно намалување на меѓународниот капитал („capital retrenchment“)	
Тренд - 1 стандардна девијација	Тренд - 2 стандардни девијации	Тренд + 1 стандардна девијација	Тренд + 2 стандардни девијации
2002q1	2002q1	2001q4	2001q4
2008q1	2014q4	2013q1	2014q1
2013q4		2014q1	
2014q4		2015q1	
2015q4		2016q1	

Графикон 76. Графички приказ на епизодите на бегство на капиталот и ненадејно намалување на меѓународниот капитал во македонската економија, 2000q1-2016q1



Графикон 77. Епизоди на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал, 2000q1-2016q2

Тип 4 (трет квартал 2000 година): Умерено намалување на бруто приливите и умерено зголемување на бруто одливите на меѓународен капитал (SSN)



Тип 2 (втор квартал 2001 година): Ненадејно запирање на бруто приливите на капитал (SSI)



Тип 4 (трет квартал 2001 година): Умерено намалување на бруто приливите и умерено зголемување на бруто одливите на меѓународен капитал (SSN)



Тип 3 (трет квартал 2002 година): Ненадеен почеток на одливи на меѓународен капитал (SSO)



Тип 2 (трет квартал 2010 година): Ненадејно запирање на бруто приливите на капитал (SSI)



Тип 2 (трет квартал 2011 година): Ненадејно запирање на бруто приливите на капитал (SSI)



Тип 2 (трет квартал 2013 година): Ненадејно запирање на бруто приливите на капитал (SSI) и умерен пад на бруто одливите



Тип 2 (трет квартал 2015 година): Ненадејно запирање на бруто приливите на капитал (SSI) и умерен пад на бруто одливите



Во набљудуваниот период се регистрирани осум епизоди (квартали) на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал. Во нив, нето-приливот на странскиот капитал паѓа под долгорочниот тренд, намален за една стандардна девијација. Анализата на случувањата во осумте квартали даваат интересни резултати:

- Дури седум епизоди на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал се случуваат во третиот квартал од годината, а една епизода е во вториот квартал. Со оглед дека користиме десезонирани податоци, исклучени се сезонските ефекти како можно објаснување.
- Дури пет епизоди се од типот 2, односно епизоди на ненадејно запирање на бруто-приливите на странски капитал (SSI), придружено со незначителен или умерен пад на бруто-одливите.
- Две епизоди се поврзани со умерено намалување на бруто-приливите и умерено зголемување на бруто-одливите на меѓународен капитал (SSN), односно епизоди од типот 4, додека само една епизода е поврзана со ненадеен почеток на одливи на меѓународен капитал (SSO) или тип 3.

Ова упатува на фактот дека најголемите епизоди на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал се поврзани со однесувањето на странските резиденти, влошената перцепција за макроекономската или политичка стабилност, по кои следува краткорочен крах на бруто-приливите на меѓународниот капитал.

Епизодите во 2001 и 2002 година се во голема мера поврзани со вооружениот конфликт во Република Македонија. Поради пресудното влијание на неекономските фактори, „корисната“ содржина на овие епизоди е недоволна за извлекување релевантни заклучоци, кои би важеле во периоди на нормални услови за стопанисување. Од тие причини, за да ги илустрираме ефектите од ненадејното запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал, ќе ја проучиме епизодата од третиот квартал на 2010 година, која е во голема мера поврзана со вториот удар или бран на глобалната финансиска криза. За таа цел, го набљудуваме однесувањето на бруто домашниот производ, финалната потрошувачка на домаќинствата и бруто-инвестициите во десетте квартали пред и по епизодата на ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал. Податоците за трите макроекономски категории се според цени од референтната 2005 година, десезонирани и прикажани со квартална динамика. Десезонирањето на податоците е извршено за да се избегне сезонскиот ефект при анализата на кварталната динамика. Заради полесна визуелизација на промените пред и по епизодата, вредностите во третиот квартал од 2010 година се прикажани со индекс 100 (2010q3=100).

Како што е прикажано на Графиконот 78, во пресрет на епизодата на ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународен капитал, се забележува реален пораст на БДП, исклучително висок пораст на бруто-инвестициите и стабилна финална потрошувачка на домаќинствата. Вомоментот кога се случува епизодата од тип 2 (ненадејно запирање на бруто-приливите на

капитал и умерен пад на бруто-одливите), крахираат трите макроекономски варијабли. Особено е евидентен падот на бруто-инвестициите, чие заздравување трае четири квартали. Тие успеваат да се вратат на преткризното ниво дури во третиот квартал од 2011 година. По оваа епизода, финалната потрошувачка на домаќинствата се намали и не успеа да се врати на предепизодното ниво ниту во следните десет квартали, додека закрепнувањето на вкупната економска активност (мерена преку реалниот БДП) се случи во вториот квартал од 2012 година, односно по шест квартали. Сево ова покажува дека ненадејното запирање на нето-приливите на капиталот екорелирано со исклучително неповолни макроекономски движења и бавно заздравување на економската активност.

Графикон 78. Макроекономски ефекти по ненадејното запирање на странскиот нето-капитал во третиот квартал од 2010 година



7.6. Влијанието на странскиот капитал врз економијата

Придобивките од приливот на странски капитал, посебно во форма на странски директни инвестиции се директни и индиректни. Директните придобивки се очигледни и мерливи: нови работни места, повисоко производство, зголемување на извозот и негова диверзификација и сл. Индиректните ефекти се покомплексни и се манифестираат преку нивниот подолгорочен придонес за економскиот развој. Како најважни се индиректното отворање работни места, трансфер на технологија и надградба на вештините на работната сила и знаење.

За илустрација на ефектите од активноста на новите компании во странска сопственост врз надворешната позиција на домашната економија во периодот од 2009 до 2015 година, може да ги наведеме резултатите од истражувањето во кое се вклучени компаниите со странски капитал отворени во технолошко-индустриските развојни зони, како и неколку други позначајни индустриски капацитети со странски капитал надвор од зоните.

Резултатите од анализата покажуваат дека во периодот 2009-2015 година во тековните трансакции кај овие компании се регистрирани нето-приливи од околу 2,4% од БДП, на кумулативна основа. Ваквите движења речиси во целост произлегуваат од позитивните остварувања во надворешнотрговската размена, односно од остварениот нето-извоз на стоки и услуги (збирно 2,5% од БДП). Од гледна точка на динамиката, во првите години од работењето, овие компании бележат дефицит во трговското салдо (заради иницијалниот увоз на опрема и репроматеријали), којшто постепено поминува во суфицит достигнувајќи го максимумот во 2015 година (2,1% од БДП). Во наредните години може да се очекува суфицитот во салдото на стоки и услуги дополнително да се зголеми имајќи предвид дека некои од компаниите сè уште немаат започнато со својата извозна активност, додека дел од нив допрва ќе ја достигнат максималната искористеност на својот капацитет. Од друга страна, имајќи предвид дека овие компании увезуваат репроматеријали и опрема од странство, учеството на увозот на овие капацитети во вкупниот увоз на стоки исто така континуирано расте, но сепак со побавна динамика во однос на растот на извозот. Ваквите движења на извозот и увозот на стоки на избраните компании, во анализираниот период условуваат и постојан раст на додадената вредност на извозот на стоки. Од споредбата со вкупните остварени податоци за тековната сметка на билансот на плаќања, може да се заклучи дека работењето на новите компании го подобрува (намалува) дефицитот на тековната сметка во просек за 0,4 процентни поени од БДП во изминатите седум години. Имено, просечниот дефицит на тековната сметка во периодот 2009-2015 година изнесува 2,6% од БДП, додека без активноста на новите компании тој би изнесувал 3,0% од БДП.

Кај финансиските трансакции со странство, збирно за анализираниот период се регистрирани нето-приливи од 3,3% од БДП. Во рамките на финансиските трансакции, најзначаен дел се однесуваат на нето-приливи врз основа на долгорочни текови, односно основачки капитал и заеми. Притоа, најчесто нето-приливите врз основа на заеми ги одразуваат зголемените приливи кај долгорочното меѓукомпаниско задолжување на овие компании. Од друга страна, кај новите капацитети се забележуваат нето-одливи (иако значително пониски во однос на нето-приливите) од краткорочни текови во најголем дел врз основа на трговски кредити потребни за редовното трговско работење на компаниите. Од аспект на динамиката, позитивните движења кај финансиската сметка се спротивни на оние во тековната сметка. Имено, финансиските нето-приливи се доминантни во првите години, во време на основањето на новите капацитети и првичниот инвестициски циклус, додека во последните две години од анализата, финансиските текови се помали и негативни на нето-основа.

7.6.1. Странскиот капитал и извозните перформанси на македонската економија

За мала и отворена економија како македонската, зголемувањето на извозот и конкурентноста е од критично значење за зајакнување на економскиот раст и намалување на невработеноста. На краток рок, порастот на извозот е потребно за подобрување на трговскиот биланс и смалување на зависноста на земјата од дознаки, заеми и други форми на финансирање. На долг рок, се очекуваат посилни позитивни ефекти од влијанието на странските компании врз домашните компании, преку зголемена интеграција на истите во ланецот на доставувачи. На тој начин се промовира интеграцијата на домашните компании во глобалните текови на капитал и се создава поодржлив модел на економски раст.

Како резултат на политиките за привлекување на странски инвестиции, извозните резултати на Република Македонија забележаа драматични промени. Значајно е што во изминатиот период двојно се зголеми производниот потенцијал што резултираше со драстичен пораст на македонскиот извоз, од 1,9 милијарди евра во 2006 година на 4,3 милијарди евра во 2016 година. Ова е исклучително добар резултат ако се има предвид сè уште слабата надворешна побарувачка во периодот на заздравување на европската економија, како и падот на цените на металите кои се дел од традиционалниот македонски извоз. Овие негативни ефекти беа целосно надополнети со растот на извозот на разменливи стоки, кои во голем дел се произведуваат во зоните. Зголемувањето на извозот беше проследено со значително побрза динамика од порастот на увозот, што овозможи пораст на степенот на покриеност на увозот со извоз.

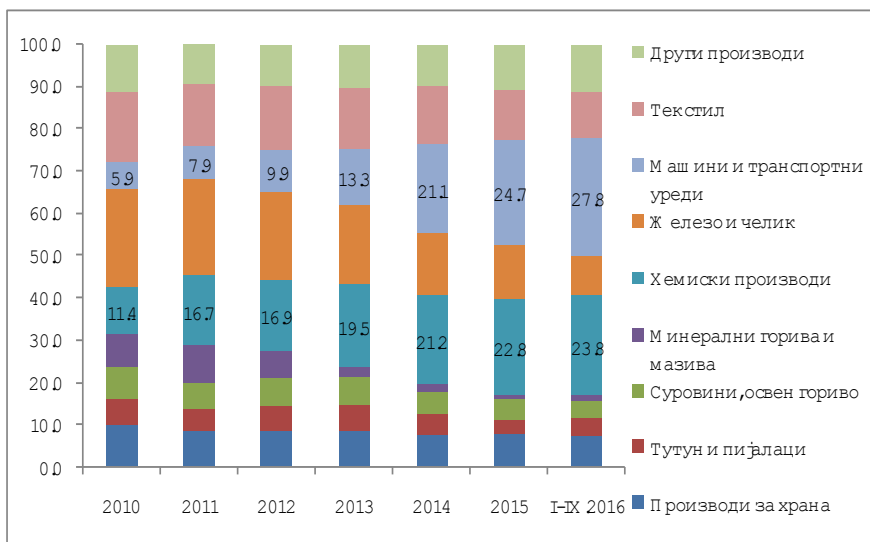
Покриеноста на увозот со извоз на добра се зголеми од 63,2% во 2005 година на 71,4% во 2016 година. Ваквиот нагорен тренд претставува импресивен резултат. Притоа, извозот во изминатата деценија забележа просечен годишен пораст од 10,4%, додека увозот се зголемуваше за 8,9% годишно.

Истовремено, вкупниот увоз во Република Македонија во 2006 изнесувал 2,980 милиони евра (приближно 3,0 милијарди евра), а во 2016 година е 6107 милиони евра (приближно 6,1 милијарди евра). Од ова произлегува дека растот на увозот е побавен од растот на извозот, односно се намалува увозната компонента на извозот на Република Македонија или се зголемува додадената вредност во извозот на стоки од Република Македонија. Увозот само за потребите на странските компании (ТИРЗ и индустриските зони) во 2016 изнесува 1,6 милијарди евра.

Во овој контекст, ефектите од СДИ врз извозот посебно се забележливи во последниве пет години, кога поголем дел од странските компании достигна полн капацитет на производство, а некои и ги надминаа очекуваните перформанси за извоз и вработувања. Така, во 2014 година извозот од зоните изнесуваше 1,17 милијарди евра, што претставуваше 31% од вкупниот извоз на добра од Република Македонија, а во 2015 година тој процент се зголеми на 36%. Во 2016 година, вкупниот извоз од зоните достигна 1,71 милијарди евра, што е 39,5% од вкупниот извоз на Република Македонија. Во првите 5 месеци од 2017 година извозот на компаниите од зоните е зголемен за 15% во однос на истиот период од 2016 година. Само во мај 2017 година, извезени се стоки во вредност од 190 милиони евра, што упатува на констатација дека на годишно ниво во 2017 извозот од странските компании кои работат во Република Македонија ќе надмине 2 милијарди евра. Ова е извонреден резултат, имајќи предвид дека се работи за целосно нов, инкрементален извоз на стоки кои не се произведуваа во нашата земја пред тоа.

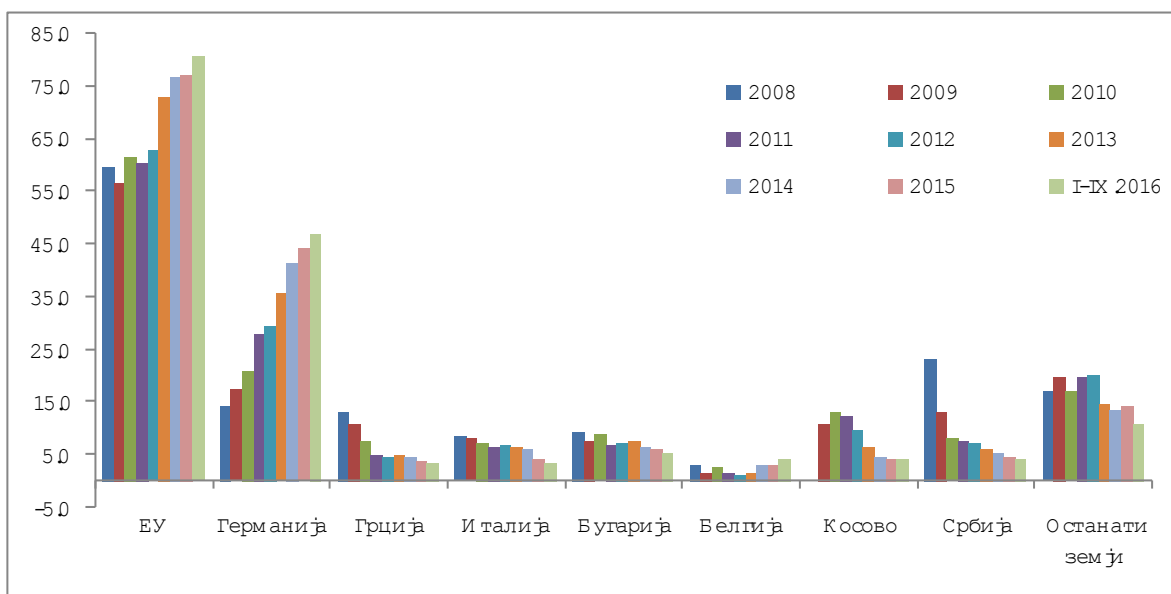
Како резултат на странскиот капитал во извозно-ориентираните сектор, постепено се намалуваше трговскиот дефицит. Движењата во тековната сметка на билансот на плаќања исто така се во знакот на структурните промени во економијата во текот на последните неколку години, кои овозможуваат зајакнување на извозниот сектор и подобрување на салдото на тековната сметка (Графикони 79 и 80). Имено, дефицитот на тековната сметка во последниот шестгодишен период во просек изнесува 2% од БДП (наспроти претходниот шестгодишен просек од околу 6%).

Графикон 79. Структура на извозот по производи (2010 - I-X 2016 година, во проценти)



Извор: Државен завод за статистика, 2017 година.

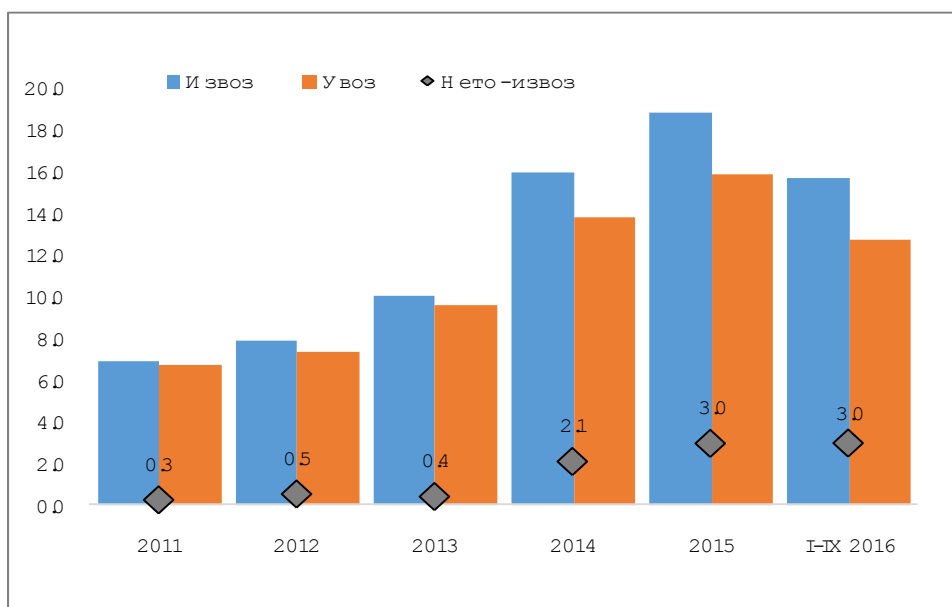
Графикон 80. Географска дистрибуција на извозот (во проценти од вкупниот извоз)



Извор: Државен завод за статистика, 2017 година.

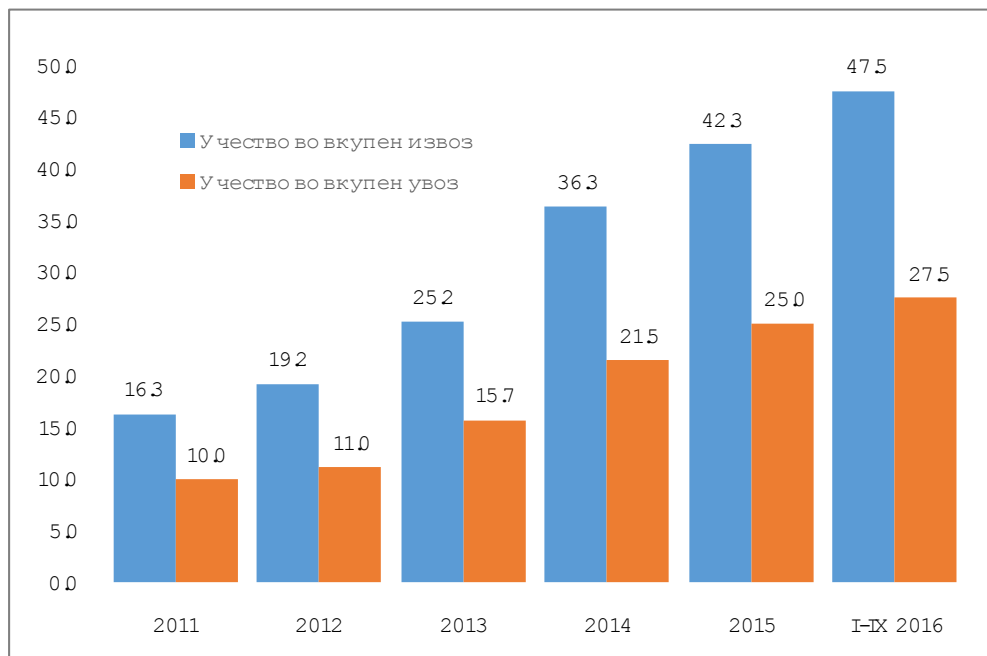
Покрај порастот на извозот, странските инвестиции придонесоа и за значително подобрување на извозната структура на Република Македонија. Тоа е резултат на постепено зголемување на учеството на производи со повисока додадена вредност на страна на извозот, главно машини, транспортни уреди и хемиски производи, кое на крајот на 2016 година достигна 51,6% од вкупниот извоз. Промените во извозната структура соодветствуваат со странските директни инвестиции кои во изминатите години беа главно концентрирани во овие дејности. Од друга страна, забележано е намалување на учеството на традиционалните извозни производи – железо, челик и текстилни производи, при што нивното учество од доминантни 40% во 2010 година е сведено на околу 20%, што ја потврдува извозната диверзификација и осовременувањето на извозната структура (Графикони 81 и 82).

Графикон 81. Надворешно-трговска размена на стоки од страна на новите компании, 2011-2016 година (во проценти од БДП)



Извор: НБРМ, 2017 година.

Графикон 82. Извоз и увоз на новите компании (структурно учество, во проценти)



Извор: НБРМ, 2017 година.

Структурно гледано, секторот за производство на компоненти за автомобилската индустрија заема централно место во политиката за промоција на СДИ и има значително влијание врз извозниот профил на нашата земја. Република Македонија се јавува како високобарана дестинација за инвестирање од страна на автомобилските претпријатија од земјите на ОЕЦД. Инвестициите во автомобилската индустрија придонесоа за значителни промени во извозната структура на земјата и пазари со високи нивоа на доход (high-income markets). Автомобилската индустрија и поврзаните сектори како што се машини, опрема и електроника, пластични производи и гума, беа најзначајни двигатели на растот на извозот. Извозот на машини и електрична опрема тројно се зголеми, од 314 милиони долари во 2011 година на 967 милиони долари во 2015 година. Во истиот период извозот на транспортна опрема порасна за 3,5 пати, од 42 милиони долари на 142 милиони долари. Добри извозни резултати бележат и секторите поврзани со автомобилската индустрија: текстил, пластика и гума, електрика и сл.

Списокот на извозни производи со географската назнака „Made in Macedonia“ се дополни со нова палета производи, кои имаат поголема додадена вредност и поголема технолошка содржина. Во 2015 година, Република Македонија извезуваше 2834 производни групи, според

шестцифрената класификација на Номенклатурата на хармонизираниот систем (HS-6). Колку за споредба, во првата година за која постојат расположливи податоци (1994 година), беа извезувани 2011 производни групи, а пред десет години беа извезувани 2541 производна група во 2006 година. Во регионални рамки, извозната диверзификација покажува сериозен напредок и приближување до понапредните транзициски економии од регионот (Табела 17).

Табела 17. Извозна диверзификација на земјите во регионот, 2011-2015 година

Земја	2011	2012	2013	2014	2015
Албанија	1588	1691	1673	404	665
Бугарија	3736	3753	3735	3782	3822
Хрватска	3576	3699	3792	3846	3911
Македонија	2792	2750	2737	2739	2834
Молдавија	2212	2137	2118	2019	2098
Црна Гора	1579	1694	1656	1690	1621
Романија	3931	3948	3935	3990	4003
Србија	3724	3797	3812	3793	3828

Забелешка: Број на производни групи кои се извезуваат, според шестцифрената класификација на Номенклатурата на хармонизираниот систем (HS-6). Извор: Светска трговска организација, 2016 година.

Покрај ризиците од меѓународната финансиска интеграција, постојат и низа користи за националната економија. Емпириското истражување во претходната глава покажа дека во транзициските економии, во периодот од 1996 до 2015 година, зголемувањето на нето-приливот на странски капитал за само 1 процент од БДП придонесува за забрзување на годишната стапка на раст на БДП за 0,2 процентни поени, кога сите други фактори се непроменети. Имајќи предвид дека аритметичката средина на нето-приливот на меѓународниот капитал е близу 6% од БДП во набљудуваниот период, произлегува дека кумулативниот ефект во одделни години е многу поголем.

Дури и дескриптивната статистичка анализа покажува статистички значен позитивен коефициент на корелација меѓу нето-приливите на странски капитал и стапката на економскиот раст во Република Македонија (0,163).

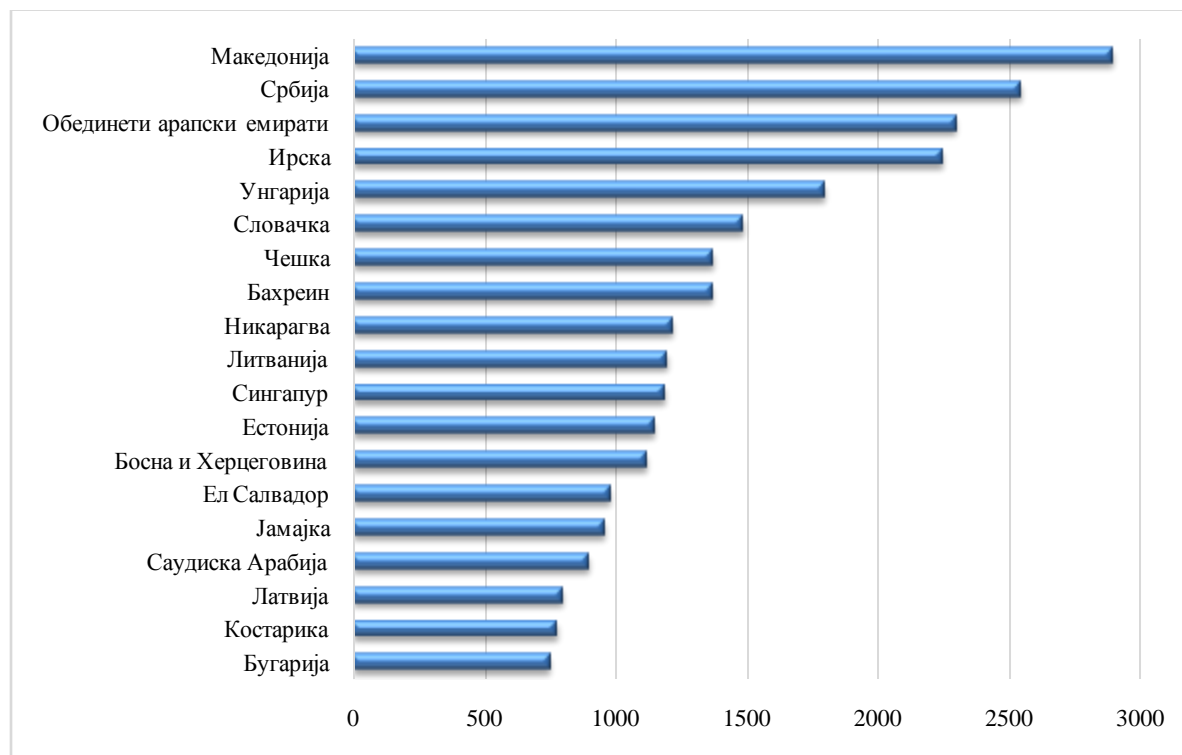
7.6.2. Ефектите од странските директни инвестиции врз вработеноста

Во изминатава деценија, стапката на невработеност во Република Македонија значително се намали од претходните високи нивоа од 38,7%, колку што достигна во 2005 година, на 22,6% во јуни 2017 година. Во овој период креирани се околу 180.000 нови работни места, од кои околу 20.000 директни вработувања во нови гринфилд-капацитети во ТИРЗ и надвор од зоните.

Од вкупно 955.699 активно население, заклучно со вториот квартал на 2017, вработени се 739.892 лица, а невработени се 215.892 лица.

Од аспект на креирањето работни места, според Ernst&Joung од мај 2015та, а се однесува на 2014та споредена со 2013та, Република Македонија е на прво место во Европа со пораст од 223 проценти според бројот на новоотворени работни места по жител креирани од странски инвеститори, а втора е Република Словачка со пораст од 128 проценти, или речиси двојно помалку. Во извештајот „Глобални локациски трендови“ за 2016 година на Бизнис институтот на компанијата „IBM“ (IBM Business Institute), Република Македонија е прворангирана во светот од аспект на создадени или новоотворени работни места (на милион жители) преку странски директни инвестиции. Република Македонија доброкотира и во 2017та е трето рангирана кога е трето рангирана. Во претходниот период од 2010 до 2014 година, кој беше исклучително тежок и посткризен, Република Македонија беше на петтата позиција во светски рамки. Инаку, во 2015 година, од втората до десеттата позиција се наоѓаат Република Србија, Обединетите Арапски Емир’ати, Ирска, Унгарија, Словачка, Чешка, Бахреин, Никарагва и Литванија (Графикон 83). Во извештајот е нотирано дека дури и малите економии, како Република Македонија, покажуваат неверојатна адаптивност и успех во реформирањето на бизнис-опкружувањето и во привлекувањето на СДИ.

Графикон 83. Главни дестинации од аспект на новосоздадени работни места (на милион жители) преку странски директни инвестиции во 2015 година



Извор: IBM-PLI Global Location Trends Database and Analysis, 2016 година.

Во изминатата деценија, просечната исплатена нето-плата по вработен во РМ се зголеми од 13328 денари во јануари 2006 година на 22191 денар во септември 2016 година, што претставува зголемување од 66,5%. Нивото на платите е многу повисоко во оние сектори, во кои имаше позначаен нето-прилив на СДИ и нагорен притисок врз платите во обид да се привлечат поквалитетните човечки ресурси. Така на пример, просечната исплатена нето-плата по вработен во финансискиот сектор, кој е во доминантна сопственост на странски резиденти, изнесуваше 38846 денари во септември 2016 година. Сепак, потребно е да се истакне дека ефектот на СДИ врз номиналните плати е помал во однос на ефектот врз намалување на невработеноста, поради тоа што дел од странските компании ангажираат вработени со пониски квалификации и вештини, кои не извршуваат сложени производствени операции. Со оглед дека конкуренцијата за евтина работна сила е многу силна во светски рамки, ефектот врз порастот на номиналните плати ќе се почувствува на среден и долг рок. Предуслов за тоа е натамошно зголемување на бројот на странски компании во земјата, како и подигнување на квалификациите и вештините на човечките ресурси и на вкупната факторска продуктивност.

7.6.3. Ефекти од странските директни инвестиции врз домашните фирми

Покрај директните ефекти во однос на БДП, извозот и вработеноста, влезот на СДИ во секторот на разменливи добра има повеќекратни позитивни ефекти во економијата. Тоа главно се однесува на можностите за трансфер на нови технологии, осовременување на производната структура, како и зголемена побарувачка за сировини од локалните компании што резултира со подобрување на квалитетот на локалните доставувачи (особено преку влијание за имплементирање стандарди во нивното работење).

Досега над 500 домашни компании во Република Македонија активно соработуваат со новите странски компании и остваруваат промет од над 60 милиони евра (податок за 2016 година). Во оваа насока, за полесно вклучување на домашните компании во ланецот на доставувачи на странските компании кои инвестирале во Македонија се реализираше Пилот-програмата за доставувачи во соработка со Светска банка и Меѓународната финансиска корпорација (ИФЦ). Пилот-проектот ги опфати следните активности:

- Анализа на бизнис-капацитетот на домашните компании и идентификување на слабостите во нивното работење врз основа на Моделот за извонредност на Европската фондација за менаџмент на квалитетот (EFQM);
- Креирање на индивидуални планови засите компании кои учествуваат во проектот со препораки за начините на подобрување на перформансите на работењето, а исто така е обезбедена и соодветна техничка поддршка од експерти од автомобилскиот сектор;
- Трансфер на технологии и know-how преку бизнис-соработка на домашните со мултинационалните компании, како и зголемување на вработеноста преку реализација на инвестиции во нови капацитети.

Во следниот период, во соработка со Советот на странски инвеститори на РМ, треба да се работи на идентификација на домашни компании чишто производи ги задоволуваат стандардите на странските инвеститори. Дел од овие компании ќе бидат вклучени во ланецот на доставувачи, а долгорочно ќе бидат подобро оспособени за извоз на странските пазари.

Согласно со Извештајот за глобална конкурентност на Светскиот економски форум, 2016-17, Република Македонија се наоѓа на 89. позиција според критериумот СДИ и технолошки трансфер (подобрување за 24 позиции споредено со 2011 година) и на 47. место според критериумот квалитет на локалните доставувачи (подобрување на ранг-листата за 44 позиции

споредено со 2011 година). Според тоа, постепено се зголемуваат секундарните ефекти од СДИ во економијата.

Примерот на Словачка

Словачка е добар пример за успешна интеграција на домашни компании во глобалниот ланец на добавувачи. Така, степенот на отвореност на економијата мерен како збир на извозот и увозот како процент од БДП, постојано растеше: од 100% во 1990-те години достигна над 170% во 2014 година. Овие резултати беа проследени со прилив на СДИ и зголемено учество на словачките компании во глобалниот ланец на доставувачи. Тоа ја смени и структурата на извозот, кон сектори и производи кои се базираат врз знаење и повисоки технологии. На пример, во раните 1990-ти Словачка немаше компаративни предности во транспортниот сектор и електрониката, кои се појавија дури во 2007 година.

Успешните искуства на одделни земји, како што е Словачка, во вклучувањето на локалните компании во глобалниот ланец на доставувачи преку соработка со странските компании кои работат во земјата, укажува на големото значење на квалификуваната работна сила и добро распространетата производствена мрежа. Македонија, како и некои централноевропски земји и земји од ЈИЕ, има традиција во делот на машинството и производството на транспортни машини и опрема. Но сепак, искуствата на некои странски компании покажуваат дека сè уште во некои области недостасува работна сила со одредени вештини, како за техничките така и за менаџерските позиции. Иако има значајни подобрувања во насока на промена на наставните програми на релевантните средни училишта и факултети во Република Македонија, сè уште постои простор за подобрување на координацијата меѓу нив и странските инвеститори, со цел да се обезбеди квалификувана работна сила согласно со потребите на компаниите на пазарот.

Исто така, искуствата од досегашната соработка на локални фирми со странските фирми во Македонија покажуваат и потреба од поголеми инвестиции на локалните фирми во стандардизација на квалитетот на производството, како и иновации и истражувања кои ќе имаат конкретна вредност во насока на подобрување на квалитетот на процесот на производство и управување со фирмите. Третата област која бара натамошни напори е финансирањето на малите и средни локални фирми. Тие сè уште се соочуваат со тешкотии во обезбедувањето на финансиски средства и високи хипотеки кои ги бараат банките. Имено, македонските банки сè уште ги базираат кредитните одлуки главно на можноста од обезбедување на соодветна хипотека во физички облик (имот, објекти, опрема и сл.), а не врз база на бизнис-моделот за конкретен проект

и проектираните приливи на капитал, како што е случај во поразвиените земји. Досегашните искуства од соработката на домашните и странските фирми во Република Македонија се добра аналитичка основа која може да се искористи за дизајнирање на идните економски политики и мерки, со цел да се мултиплицираат позитивните ефекти од оваа соработка. Поконкретно, одредени мерки и активности во оваа насока се наведени во следното поглавје.

7.6.4. Странскиот капитал и развојот на финансискиот сектор

Заклучно со септември 2016 година, странскиот капитал учествуваше со висок процент во сопственичката структура на финансискиот систем на Република Македонија. Колку за илустрација, странските сопственици поседуваа 74,8% од сопственичката структура на банкарскиот систем, кој традиционално е најзначаен сегмент (околу 90%). Во овие рамки, најзначаен процент отпаѓа на странските банки како доминантен сопственик на банките во Република Македонија (Табела 18).

Табела 18. Сопственичка структура на финансиските институции во Република Македонија (2015 година)

Сопственици	Банки	Штедилници	Друштва за осигурување	Брокерски куќи	Лизинг друштва	Друштва за управување со пензиски фондови	Друштва за управување со инвестициски фондови	Финансиски друштва
Странски сопственици	74,8	0	92,2	24,5	98,0	51,0	71,5	41,4
Физички лица	2,5	0	0,1	15,3	0	0	0,3	3,1
Нефинансиски правни лица	8,9	0	0	0	5,7	0	9,9	35,1
Банки	56,2	0	0	1,8	13,5	0	0	0
Финансиски институции	7,3	0	92,1	7,4	78,7	51,0	61,3	3,2
Домашни сопственици	24,9	100	7,8	75,5	2,0	49,0	28,5	58,6
Нефинансиски правни лица	9,3	90,3	0,8	34,8	1,3	0	0	13,3
Банки	0,1	0	0	7,0	0,7	49,0	20,3	0
Друштва за осигурување	0	0	0	0	0	0	0	0
Други финансиски институции	0,6	0	0,4	0	0	0	4,4	0
Физички лица	8,9	9,7	6,6	33,7	0	0	3,8	45,3
Јавен сектор	5,9	0	0	0	0	0	0	0
Недефиниран статус	0,3	0	0	0	0	0	0	0

Извор: НБРМ, Комисија за хартии од вредност, Агенција за супервизија на капитално финансираното пензиско осигурување, Агенција за супервизија на осигурување и Министерство за финансии, 2016 година.

Купувањето на мнозинскиот пакет акции од „Стопанска банка“ а.д. Скопје од страна на „Националната банка на Грција“, влезот на „Сосиете Женерал“ од Република Франција во сопственичката структура на „Охридска банка“ а.д. Охрид, купувањето на мнозинскиот пакет во „Тутунска банка“ а.д. Скопје (сега: „НЛБ Банка“ а.д. Скопје) од страна на „Нова Љубљанска Банка“ од Република Словенија се само дел од позначајните странски директни инвестиции во финансискиот сектор на Република Македонија. Странските банкарски практики, високите стандарди на корпоративно управување и агресивната промоција на нови финансиски услуги овозможи поквалитетна финансиска интермедијација и поголема конкуренција во банкарскиот сектор.

8. ПРЕДЛОЗИ ЗА ИДНИТЕ ПОЛИТИКИ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ВО ОДНОС НА МЕЃУНАРОДНИТЕ ТЕКОВИ НА КАПИТАЛ

Посткризните искустваво светот покажаа дека меѓународните текови на капиталот можат да бидат добар „слуга“ на националните интереси, но понекогаш и лош „господар“ на националната економија. Странската акумулација ги надополнува домашното штедење и капиталните фондови на економијата, создава технолошки прелевања и мултипликативни ефекти врз поврзаните индустрии, го надградува човечкиот капитал и ја забрзува реалната конвергенција кон развиените пазарни стопанства. Од друга страна, варијабилноста и непредвидливоста на нето-приливите на меѓународниот капитал создава ризици за макрофинансиската стабилност, а во одредени епизоди и негативни макроекономски последици и кризи за домашната економија.

8.1. Постепена или брза либерализација на финансиската сметка од билансот на плаќања?

8.1.1. Влијанието на режимот на девизен курс

Република Македонија досега негуваше многу внимателен пристап кон либерализацијата на финансиската сметка од билансот на плаќања. Ограничената мобилност на капиталот беше и е во голема мера поврзана со одржувањето на режимот на *de facto* фиксен девизен курс на денарот во однос на германската марка, а подоцна еврото. Многу емпириски студии наоѓаат докази дека земјите кои имаат воведено некој вид режим на фиксен девизен курс се финансиски помалку отворени економии (Leblang 1997, 1999; Milesi-Ferretti 1998; Bernhard and Leblang 1999; Garrett et al. 2000). Со оглед дека станува збор за статии кои не се нови, во следниот чекор ќе провериме дали навистина земјите кои имаат воведено некоја варијанта на режимот на фиксен девизен курс имаат понизок степен на либерализација на капиталните трансакции.

Официјалната класификација на ММФ разликува 14 режими на девизен курс, кои се систематизирани во шест пошироки категории: (1a) не постои национална парична единица, туку се користи туѓа или наднационална парична единица; (1б) однапред објавен фиксен девизен курс или валутен борд; (1в) однапред објавени маргини на флукутирање од +/-2%; (1г) режим на *de facto* девизен курс; (2a) однапред објавен ползечки девизен курс; (2б) однапред објавен ползечки

девизен курс со маргини на флукутирање од +/-2%; (2в) de facto ползечки девизен курс; (2г) de facto ползечки девизен курс со маргини на флукутирање од +/-2%; (2д) однапред објавен ползечки девизен курс со маргини на флукутирање поголеми или еднакви на +/-2%; (2ѓ) de facto ползечки девизен курс со маргини на флукутирање поголеми или еднакви на +/-5%; (3) Подвижни маргини, кои се помали од или еднакви на +/-2% (дозволена е и апрецијација и депрецијација низ времето); (3) Раководено флексибилен девизен курс; (4) Слободно флукутирачки девизен курс; (5) Слободно опаѓачки девизен курс; (6) Дуален девизен пазар, во кој недоставуваат податоци за паралелниот девизен пазар.Првите пет категории претставуваат варијанти на режимот на фиксен девизен курс .

Во следниот чекор го пресметуваме просечниот индекс на либерализација на капиталните трансакции по години на четирите позначајни категории: (1) режим на фиксен девизен курс (1а-1г); (2) режим на ползечки девизен курс, со или без објавени маргини (2а-2ѓ); (3) раководено флексибилен девизен курс и (4) слободно флукутирачки девизен курс. Просечните вредности на индексот на либерализација на капиталните трансакции за одделните режими на девизен курс се прикажани во Табелата 19.

Земјите кои во одделни периоди имаат воведено режим на фиксен девизен курс имаат просечна вредност на индексот на либерализација на капиталните трансакции од 0,387, додека оние кои имале слободно флукутирачки девизен курс имале значително повисока просечна вредност на индексот од 0,599.

Табела 19. Фреквенција (зачестеност) на одделни режими на девизен курс во 182 земји, 1970-2015 година

Вид на режим	Просечен индекс на либерализација на капиталните трансакции	Стандардна девијација	Број на опсервации
Режим на фиксен девизен курс (1а-1г)	0.387	0.333	2960
Режим на ползечки девизен курс, со или без објавени маргини (2а-2ѓ)	0.701	0.317	312
Раководено флексибилен девизен курс (3)	0.417	0.349	1407
Слободно флукутирачки девизен курс (4)	0.599	0.373	1022

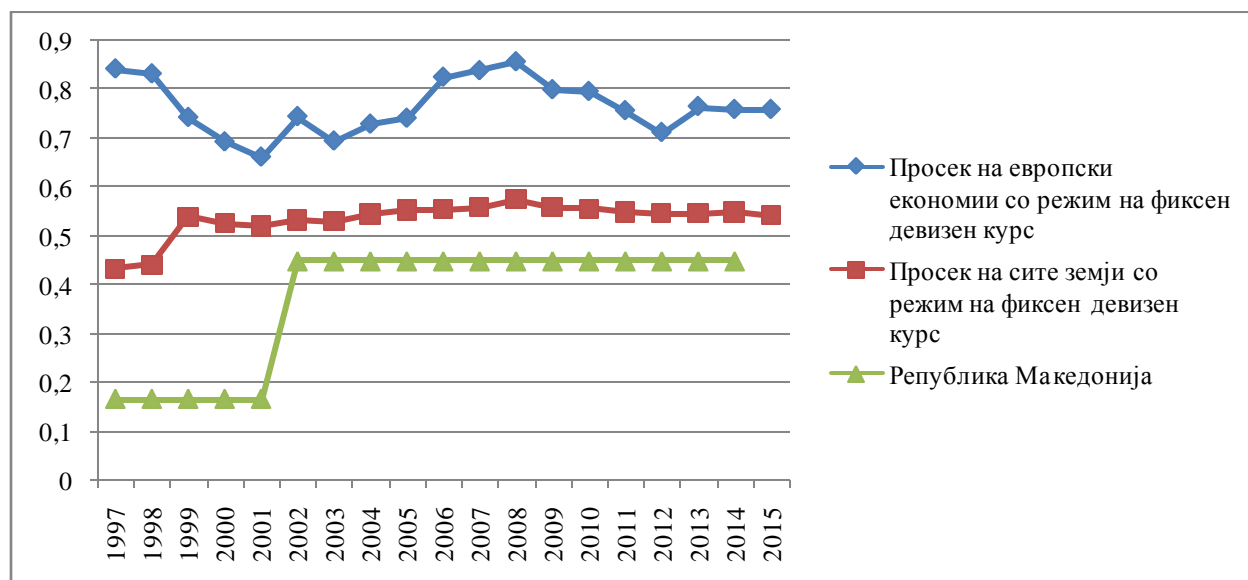
Извор:Пресметки врз основа на податоци од студијата: Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?, October 2017.

Во светски рамки, режимот на фиксен девизен курс е поврзан со посилни контроли на капиталот или мерки за управување со тековите на капиталот, односно со понизок степен на либерализација на капиталните трансакции. Непречените приливи и одливи на странски капитал,

особено странски портфолио-инвестиции, би наметнале потреба од премногу чести интервенции на девизниот пазар. Доколку истите се во поголеми износи, тогаш тие би можеле и лесно да го дестабелизираат режимот на девизен курс и да ги намалат девизните резерви.

На Графиконот 84 е прикажан степенот на либерализација на капиталните трансакции во Република Македонија, кој е понизок и од просекот на сите европски земји и сите транзициски економии, кои во одредени периоди имале режим на фиксен девизен курс. Мора да се истакне дека како држави со режим на фиксен девизен курс се третираат и државите-членки на еврозоната, кои се поразвиени европски економии со повисок степен на либерализација на капиталните трансакции. Од тие причини, посоодветна е споредбата со светскиот просек на либерализација на капиталната сметка за земјите кои во одредени периоди имале режим на фиксен девизен курс.

Графикон 84. Либерализацијата на капиталните трансакции во Република Македонија и во земјите со различни варијанти на режимот на фиксен девизен курс, 1997-2015 година



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) database и Chinn-Ito database, 2016 година.

Очигледно постои простор за благо, постепено, чекор по чекор релаксирање на правниот режим на либерализацијата на капиталните трансакции во Република Македонија, уважувајќи ја трилемата на Роберт Мандел дека не е можно да се имаат истовремено и независна монетарна политика, и стабилен девизен курс и непречено движење на меѓународниот капитал.

8.1.2. Степен на либерализација на капиталните трансакции

Целосната либерализација на капиталните трансакции не е препорачлива опција за сите земји и за сите периоди. Развиените пазарни стопанства, кои имаат здрави финансиски системи и висок институционален капацитет, можат да си дозволат слободно движење на меѓународниот капитал. Така на пример, Организацијата за економска соработка и развој (ОЕЦД) им препорачува на своите членки да го усвојат Кодот за либерализација на движењето на капиталот, кој пак наметнува висок степен на отвореност на финансиската и капиталната сметка на билансот на плаќања.⁴⁶ Исто така, земјите-членки на ЕУ се обврзуваат со Договорот за функционирање на Европската унија⁴⁷ да воведат висок степен на либерализација на капиталните трансакции во рамките на самата Унија, но и кон трети држави.

Тоа не е случај со повеќето земји во развој и земји во транзиција, кои мора да се заштитиуваат од несаканите последици на варијабилните и непредвидливите текови на странскиот капитал. Досегашните емпириски студии покажаа дека е потребен определен праг, или критично ниво на развој на финансискиот систем и капацитет на институциите, за да може користите од различните видови меѓународен капитал да ги надминат ризиците поврзани со финансиската глобализација и ненадејната промена на динамиката на тековите. Доколку сепак земјата го нема достигнато потребниот праг на развој на финансискиот систем и институционален капацитет, а сака да го достигне преку либерализација на капиталните трансакции, тогаш таа мора да биде свесна дека во тој транзиторен период, ризиците ги надминуваат користите од финансиската глобализација.

Конечно, либерализацијата мора да биде добро планирана, навремена и редоследно спроведена, со оглед дека честото менување на контролите на капиталот создава правна несигурност и ги дезориентира финансиските пазари и инвеститори.

Државите можат да ги ограничат тековите на меѓународниот капитал, преку:

- контроли на капиталот;
- мерки за управување со тековите на капиталот;
- прудентни мерки и регулативи, и
- макроекономски и структурни политики.

⁴⁶ Според Кодот за либерализација на движењето на капиталот, воведувањето на ограничувања на тековите на меѓународниот капитал е оправдано само во исклучителни ситуации. Дури и тогаш, се препорачува контролите на капиталот да се воведат во координација со меѓународните институции и секогаш да се има на ум дека ограничувањата на тековите на меѓународниот капитал се варијатна на „политиката за осиромашување на соседот“.

⁴⁷ Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU).

Контроли на капиталот. Со децении, во институционалните и академските кругови се користеше терминот „контроли на капиталот“ (странскиот капитал, н.з.), како концепт за ограничување на приливите и/или одливите на меѓународниот капитал. Овие мерки се базирани на принципот на резидентност и тие опфаќаат различни ограничувања на тековите на капиталот, вклучувајќи и посебно воведени даноци и регулативи. Така на пример, данокот на странските портфолио-инвестиции од 2%, кој беше воведен во Бразил во 2009 година, е типичен пример на контрола на странскиот капитал, преку даночниот систем.

Мерки за управување со тековите на капиталот. Во современата терминологија, сè почесто се употребува синтагмата „мерки за управување со тековите на капиталот“ („capital flow management measures“) како посоодветна фраза, преку која се доловува лепезата ограничувања на тековите на меѓународниот капитал во современите стопанства. Мерките за управување со тековите на капиталот се поширока категорија, во која се опфатени:

- *контролите на капиталот и*
- *другите мерки кои се посебно воведени, за да ги ограничат тековите на капиталот.*

Така на пример, Индонезија во 2011 година вовеле задолжителен шестмесечен период за чување на благајничките записи на централната банка, доколку странските резиденти се одлучат да го купат овој финансиски инструмент.

Прудентни мерки и регулативи. Врз ограничување на тековите на меѓународниот капитал може да се влијае и преку прудентните мерки и регулативи. Воведувањето построги параметри за адекватност на капиталот, односот меѓу заемот и вредноста на хипотеката (колateralот), ограничувањето на нето отворената девизна позиција се примери за прудентни мерки, кои ги засегаат тековите на меѓународниот капитал, но и сите останати учесници на финансиските пазари. Тие не би можеле да се класифицираат како мерки за управување со тековите на капиталот, бидејќи не ги дискриминираат економските субјекти. Во рамките на оваа категорија мерки, преку кои може да се влијае врз приливите и одливите на меѓународниот капитал, се разликуваат микро- и макропрудентни мерки и регулативи. Микропрудентните мерки и регулативи се состојат од мерки поврзани со: давањето дозвола за основање банка или друга финансиска институција; правила за алокација на портфолиото, со кое управува финансиската институција; правила за котација, продажба, тргување и финансиско известување; мерки за вреднување и оценка на ризичноста на одделна финансиска актива. Нивната крајна цел е стабилноста на индивидуалните финансиски институции и клиентите, со кои тие соработуваат. Од друга страна, макропрудентни мерки и регулативи се насочени кон системските импликации на колективното однесување на финансиските институции.

Макроекономски и структурни политики. Покрај овие мерки, државите можат да влијаат на лимитирање на тековите на меѓународниот капитал и преку макроекономските и структурните политики. Тие нема да бидат класифицирани како мерки за управување со тековите на капиталот, бидејќи не ги дискриминираат економските субјекти, односно не се таргетирани само на странските резиденти. Така на пример, апрецијацијата на девизниот курс, со цел да се обесхрабрат нето-приливите на меѓународниот капитал, е мерка која ќе ги погоди тековите на странскиот капитал и странските инвеститори, но и сите останати економски субјекти.

Мора да се напомене дека мерките за управување со тековите на капиталот имаат своја цена. Тие можат да ја нарушат дисциплината на финансиските пазари, но и да ги ограничат можностите за финансирање и диверзификација на ризикот. Исто така, поттикнувајќи ја репресијата врз финансискиот сектор, тие можат да го попречат развојот на финансискиот систем и да ја нарушат алокацијата на капиталот (види повеќе IMF 2012).

Според тоа, прашањето за брзината на либерализација на капиталната сметка е во голема мера детерминирано од брзината на развојот на финансискиот систем, капацитетот на институциите, и секако, режимот на девизниот курс. Од денешна перспектива, треба да се размислува за постепено, внимателно подготвено, чекор по чекор либерализирање на финансиските трансакции до граница која нема да го направи ризикот поголем од користа, следејќи ги ефектите и случувањата во финансискиот сектор.

8.2. Политики и мерки за привлекување на странскиот капитал

Според многу параметри, Република Македонија е финансиски полуотворена економија. Контролите на прекуграничните текови на капиталот се позиционирани близу до медијалната вредност меѓу финансиската затвореност или автархија (индекс на либерализација на капиталните трансакции еднаков на 0) и целосната либерализација на капиталните трансакции (индекс еднаков на 1). Ваквиот исход е во голема мерка одреден од интермедијарната цел да се одржува режим на *de facto* фиксен девизен курс на денарот во однос на еврото.

Покрај благата релаксација на контролите на капиталот, постојат и други иницијативи за зголемување на изложеноста кон финансиската глобализација и натамошен забрзан развој на финансискиот систем во Република Македонија. Во таа насока, една од владините иницијативи, на која се работеше многу сериозно, беше идејата да се основа меѓународна финансиска зона во Скопје. Целта на овој владин проект беше да се создадат правни и институционални услови за формирање на Центар за меѓународни финансиски трансакции, каде би оперирале странскифинансиски институции, мултинационални банки, реномирани осигурителни друштва,

инвестициски фондови и други финансиски институции. Од аспект на нормативната уреденост, се предвидуваше законска рамка, многу слична на оние кои важат во најкредибилните финансиски центри, како што се Велика Британија, Луксембург и слично. Втората цел беше да се понуди ниско даночнооптоварување, кое би привлекло некои од меѓународните финансиски институции да ги отворат своите главни седишта во Република Македонија и оттука да раководат дел од своите операции.

Со измени на Уставот на Република Македонија се предвидуваше создавање на уставна можност за основање на меѓународни финансиска зона, која би развивала посебна правна и финансиска регулатива според највисоките меѓународни стандарди. Со создавањето на финансиската зона, се очекува да се поттикне развојот на финансиските услуги во Република Македонија преку создавање на услови за привлекување на меѓународни финансиски и трговски друштва. Конкретно, целта е на еден простор од 10-20 хектари да се формира една финансиска меѓународна зона, во којашто ќе се пресликаат законите од Америка, Англија, Луксембург или Германија, за правниот дел во делот на финансиите. Тоа дополнително ќе го зголеми кредибилитетот на оваа финансиска зона, која би била водена од меѓународен одбор, во кој претставник би имала и Република Македонија, а во менаџирањето на институциите во зоната (централна банка, суд, регулаторни тела и слично), освен што би функционираше по законите на гореспоменатите земји, би биле ангажирани и врвни и многу искусни и докажани лица од одредените области од истите земји. Регулативата целосно ќе се прслика од овие најдобри економии, најпривлечни за инвеститорите и ќе се дадат дополнителни поволности во делот на даноци и слично, за компаниите кои ќе одлучат тука да ги пренесат своите седишта.⁴⁸

На оперативен план, во меѓународната финансиска зона би работел Меѓународен центар за финансиски услуги, кој ќе нуди услуги за регионалните и глобални финансиски пазари. Притоа ќе се искористат предностите за инвестирање кои ги нуди државата од аспект на ниски даноци, поволна бизнис-клима и квалификувана работна сила. Во центарот се предвидува основање на

⁴⁸ Европските искуства покажуваат дека преку различни механизми можеат да се поттикнат странските резиденти да се вработуваат во меѓународната финансиска зона. Така на пример, Кралството Холандија го користи т.н. правило на 30%, кое предвидува посебен даночен режим за нерезидентите. Правилото се смета за моќен инструмент за привлекување на висококвалитетни човечки ресурси во Холандија, со пониски трошоци за компаниите, кои ќе ги ангажираат. Правилото овозможува значително даночно ослободување во однос на доходот за период од 96 месеци, при што има третман на поврат или надомест на дополнителните трошоци за двоен живот во странство. Секако, постојат детално разработени критериуми, што треба да се исполнат за да можат да се искористат овие даночни поволности. Слично на ова искуство, во јануари 2011 година, Луксембург воведо нов даночен режим за нерезидентните висококвалификувани лица. Странските резиденти, кои исполнуваат одредени критериуми, остваруваат користи преку значителни даночни заштеди. Даночното ослободување се однесува на поврат на средствата на работодавецот за одредени трошоци поврзани со промената на живеалиштето и одвоениот живот, трошоците за едукација на децата и сл.

компаниии за развој на финансиските услуги, менаџмент соинвестициски и други фондови, информациско-комуникациски и технолошки услуги поврзани со ефикасно извршување на финансиските услуги и други придружни и помошни дејности во насока на создавање на комплетно опкружување за функционирање и развој на ваков вид финансиски центар.

Истовремено, потребно е да се зајакне регулативата која ги уредува регистрацијата на компаниите, едношалтерскиот систем, финансиските услуги и подобрување на ефикасноста на супервизијата, трговските друштва и работните односи. Целта е да се применат регулаторни решенија согласно со најдобрите светски практики, кои се во насока на воспоставување целосен едношалтерски систем за основање и работа на компании кои даваат финансиски услуги, намалување на регулаторниот товар врз фирмите, намалување на административните процедури и трошоците. Притоа ќе се применуваат високи меѓународни стандарди за приливот на капитал, почитување на договорите, заштита на инвеститорите и сл. Проектот се очекуваше да придонесе за вработување на млад едуциран кадар (економисти, правници, сметководители, финансиски консултанги, адвокати итн.), но и да има индиректен позитивен ефект особено во услужниот сектор (услуги од адвокати, сметководители, нотари, ресторани, хотели, изнајмување и продажба на недвижности како станови и куќи, аеродромски услуги, и слично). Потребата од натамошен дијалог и преговори со Европската комисија која првично резервирано реагираше, укажувајќи меѓу останатото дека овој чекор може да одлее многу фондови од ЕУ, и немањето доволно политичка поддршка за промена на Уставот на Република Македонија (иако според толкувањето на некои експерти може и без промена на Уставот да се реализира овој проект), ја одложи реализацијата на овој проект.

Потребни се понатамошни чекори во делот на поголема флексибилност на работната сила, особено кога станува збор за потребите на компаниите да донесат работници од странство, кои им се неопходни во процесот на функционирање.

Потребни се поголеми стимулации за инвестиции од страна на домашните фирми во иновации, истражување и развој, за што се остварени и институционални услови со формирањето на Фондот за иновации. Со тоа фирмите би биле помалку насочени кон увоз на нова технологија и иновативни решенија, и истите би ги супституирале со сопствени иновации и комерцијално ориентиран истражувања.

Македонија сè повеќе треба да цели кон привлекување странски капитал кој освен инвестиции и вработувања, ќе создава поголема новододадена високотехнолошка вредност. Трудоинтензивните компании кои беа привлечени беа неопходни заради апсорбирање на големиот број

нискоквалификуван а невработен кадар во Македонија. Потребен е поголем фокус на капитално интензивни инвестиции кои со себе носат висока технологија, и вршат ангажман и дообука на висококвалификуваниот кадар.

Македонија во светски размери е многу мала земја, и освен создавањето на најконкурентни услови за инвеститорите, потребна е и доброорганизирана, континуирана, одлично обучена мрежа на луѓе со силна владино-институционална и меѓународна медиумска поддршка кои ќе бидат посветени на промоција и привлекување на инвестициите, нивна поддршка во сите фази на носење и развој на инвестициите, како и промоција на извозот.

Не е доволно само постоењето на владина агенција за ова, туку и широкораспространета мрежа на професионални промотори низ поголем број држави во светот, нивна силна, навремена и квалитетна поддршка и услуга од државните институции, и фокус на оваа тема на членови на владата-министри. Покрај обучени промотори од Македонија, потребно е создавање на законски претпоставки за ангажман на локални резидентни промотори во земјите каде се планира да се промовираат инвестициите и извозот, со соодветен начин на наградување кој ќе ги стимулира да го дадат личниот максимум. Во оваа смисла, Република Турција постигна голем напредок во последните две декади.

Потребен е фокус на инвеститори кои би произведувале финален производ, кои пак привлекуваат други компании нивни партнери и доставувачи, производители на делови за тој финален производ. На пример, неколкуте производители кои отворија фабрики за производство на автомобили во Унгарија и Словачка, им донесоа голем број инвестиции од други компании кои произведуваат делови за автомобили.

Зачленувањето на Република Македонија во НАТО и ЕУ, спроведувањето на севкупните реформи во правосудниот и севкупниот законодавен систем, како и неговото имплементирање, само по себе ќе претставува крупен исчекор во привлекувањето инвестиции. Практиката низ децениите наназад покажа дека зачленувањето во НАТО и ЕУ е крупен генератор на привлекување инвеститори во земјите, политички процес на кој земјата треба да продолжи да биде силно фокусирана.

8.3. Државната помош и странските инвестиции

Привлекувањето на странски директни инвестиции е конкурентна активност. Секоја земја во регионот на ЈИЕ и ЦИЕ настојува да привлече странски инвестиции преку креирање на поволна бизнис-клима, добро конципиран пакет на државна помош, квалитетни инфраструктурни и други услови, како и активна политика за промоција на земјата. Таа конкуренција е особено интензивна во регионални рамки, имајќи предвид дека некои од соседните економии нудат великодушни пакети на државна помош и други поволности или стимулации, некои од нив понекогаш и надвор од рамката на ЕУ која вели дека севкупната државна помош по сите основи не смее да надмине 50 проценти од вредноста на инвестицијата. Во такви услови и македонската влада мораше да понуди поволни услови и стимулации за инвестирање во технолошко-индустриските и развојните зони.

Инвеститорите во технолошко-индустриските и развојните зони во Република Македонија се ослободени од плаќање на данок на добивка и персонален данок на доход за период до 10 години. Тие се ослободени од плаќање на данок на додадена вредност за добра, суровини и опрема. Дополнително, инвеститорите се ослободени од плаќање на царински давачки за опрема, машини и резервни делови. Земјиштето во ТИРЗ се дава под долгорочен закуп на период до 99 години. Исто така, инвеститорите се ослободени од плаќање на надомест за уредување на градежното земјиште кон единиците на локалната самоуправа, како и од надоместоци за добивање на градежни дозволи. Ним им следува и бесплатен приклучок на гасоводна, водоводна и канализациона мрежа. Конечно, Владата на Република Македонија учествува во трошоците за градба на корисниците во ТИРЗ во висина до 500 илјади евра, во зависност од бројот на нови вработувања и големината на инвестицијата од странскиот инвеститор.

Државната помош која Република Македонија им ја нуди на инвеститорите во ТИРЗ е целосно усогласена со европските директиви и практики во оваа област. Согласно со истите правила, и македонските компании кои ги исполнуваат условите можат да инвестираат во ТИРЗ и да добијат државна помош. Оваа можност досега ја искористија две фирми со домашен капитал, кои потпишаа договор со државните институции. Со стекнувањето на искуства преку соработка со странските фирми во Македонија, или пак со странски партнери, може да се очекува и други домашни фирми да се одлучат за инвестиции во ТИРЗ.

Во досегашниот период, во кој невработеноста беше енорно висока и беше најзначајно таа да се намали на поумерено ниво, а од друга страна Република Македонија беше релативно непозната за инвеститорите, не постоеше простор за поголема селективност и нијансирање на државната помош. Сега кога невработеноста во Република Македонија е намалена на ниво од

околу 22%, а во одделни градови со ТИРЗ зони и многу пониско, постои простор за постепени промени во однос на досегашната стратегија. Натamoшните чекори на Владата на Република Македонија во делот на државната помош треба да бидат насочени кон постепено воведување на правила со кои износот на таа помош ќе биде пропорционален со степенот на невработеност и нивото на развој на регионот во кој е лоцирана ТИРЗ. Тоа ќе овозможи јавните средства да бидат повеќе насочени кон привлекување на инвестиции во региони каде е невработеноста највисока и каде што се потребни дополнителни вложувања во инфраструктура за да се привлечат странските инвеститори и да се подигне нивото на економски развој.

Исто така, при натамошното дизајнирање на оваа државна помош, потребно е да се води сметка и за демографскиот аспект, во смисла да се стимулира инвестирање кое носи нови работни места во одредени помали места кои најчесто се избегнуваат од инвеститорите, места каде има сериозен одлив на жители заради многу мали можности за наоѓање работа. Се разбира, во такви места би инвестирале компании кои би имале потреба од број на вработени за кои има можности да се најде соодветна работна сила. Во овој контекст, потребно е стимулирање и помагање на општините од страна на централната власт, особено на посиромашните општини, за отворање на индустриски зони во секоја општина и градба на потребната инфраструктура во нив, во кои исто така би можело да се доделува државна помош на компании кои ги исполнуваат утврдените критериуми.

Како што ќе се апсорбира слободната нискоквалификувана работна сила, така ќе треба да се дизајнира државната помош насочувајќи ја кон поголема поддршка на капитално интензивни и високотехнолошки инвестиции, кои најчесто имаат повисоки износи на инвестицијата, а помал број на висококвалификувани вработени.

Потребно е дел од ТИРЗ, чија градба е завршена само во првата фаза, да се заврши и во втората и конечна фаза, за подготвени да ги дочекуваат инвеститорите. Во тој правец, постои потреба за отворање на најмалку уште една ТИРЗ во Куманово како општина со голем број невработени лица, проширување на скопските ТИРЗ.

Потребно е создавање на посебно дизајнирани пред сè промотивни, но онаму каде е потребно и финаски прилагодени пакети на државна помош за привлекување на развојно истражувачки центри на компании кои имаат свои оддели за развој на нови производи, каква што е инвестицијата на Кеслер од Германија, која објави дека ќе има токму таква инвестиција во Скопје.

Потребни се и посебно дизајнирани пакети на државна помош за специфични индустрии како производството на софтвери за кои веќе постојат одредби во законот за изградба на ИТ зона, изградба на филмски студија за производство на филм, за пренесување на административни центри и седишта за Европа на големи консултантски компании, посебно дизајнирани пакети на

државна помош за стимулирањетрансфер или изградба на нови научни лаборатории од најразличен вид во областа на медицината, биотехнологијата, хемијата, физиката, ветерината, ИТ, телекомуникации, земјоделство, роботика, различни инженерски лаборатории и други области каде има лаборатории, посебно дизајнирана државна помош за центри за сервис за најразлични услуги, како на пример во авионската индустрија и други, посебно дизајнирана државна помош за болници, клиници и медицински центри за кои веќе има законска можност да инвестираат во т.н. здравствени слободни зони, за пренос на големи меѓународни центри за палијативна грижа, големи старски домови во кои инвеститоритеби привлекувале возрасни лица од многу земји, нови големи населби за повозрасни лица со ситепотребни содржини во нив во кои би се сместувале лица од многу земји, и слични посебно дизајнирани центри во други области, а потребно е подобрување на понудата за државна помош во делот на инвестирање на хотелската индустрија во туристичките слободни зони, за кои се создаде законска претпоставка и се одредија повеќе локации и урбанистички подготовки. Ова се индустрии и сервисни индустрии за кои има потреба тим од специјалисти да дизајнира посебна државна помош прилагодена за нив, со што полесно и поубедливо би се привлечле. Се разбира дизајнирањето на сево ова нема да е доволно доколку не е проследено со силна промоција и директно таргетирање и фокусирање на овие индустрии и конкретни компании преку вршење интензивни промотивни активности, многу од нив одејќи од врата на врата на високи специјализирани владини претставници.

8.4. Соработка на странските компании и домашните компании и образовна понуда

Искуствата од досегашната соработка на странските и локалните компании укажуваат на неколку области во кои може да дојде до подобрување, што ќе овозможи мултипликација на ефектите од СДИ врз домашната економија. Мерките со кои може да се помогне во оваа насока се:

- Проширување на степенот на диверзификација на финансиските продукти на банките согласно со потребите и барањата на странските компании, но и на домашните фирми кои имаат потенцијал за развој на производи и услуги кои ги бараат странските фирми;
- Натомошно зголемување на финансиската дисциплина и степенот на наплатата на доспеаните побарувања и обврски на компаниите, со цел да се подобри ликвидноста на домашните мали и средни фирми;

- Потребен е проект со добро одбрани искусни консултанги за поголема соработка и партнерство на домашните конкурентни компании со странските кои доаѓаат во Македонија, нешто што би било од корист и за домашните и за странските компании. Ваков проект во минатото се подготвуваше во соработка со Светската банка – ИФЦ, но изостана неговата реализација со почетокот на политичката криза;
- Потребно е продолжување со натамошни реформи за поквалитетно образование. Примерот со зајакнување на квалитетот со воведување на Кембриџ учебници во основното образование по математика и природни науки, треба да се примени и во средните училишта заради зголемување на квалитетот и поголема стандардизација во однос на учебници во напредните земји во Европа. Потребни се реформи во делот на високото образование со цел создавање на поконкурентен кадар во секоја област, преку обезбедување на услови и претпоставки за поголемо нивоознаење, креативност и проверка колку се оспособени студентите да го пренесат стекнатото знаење при секојдневните работни обврски и задачи. Во делот на образованието, потребно е да продолжи системската размена на информации меѓу странските инвеститори, Владата и образовните институции, со цел натамошно прилагодување на образовните програми кон барањата на пазарот на труд.

Можностите кои досега ги имаа инвеститорите за селектирање на одреден број на студенти во завршната или во последните две завршни години, кои ќе имаат модифицирана наставна програма прилагодена на потребите на компанијата која потпишува договор дека по завршувањето ќе ги ангажира, треба да продолжат и да зајакнат. Ова е посебно значајно во делот на техничките и економските училишта и факултети, кои образуваат кадар со знаења од областа на електрониката, машинството, информатичката технологија и некои специфични и специјализирани економски и бизнис-дисциплини. Активностите во оваа насока сетесно поврзани со предизвикот за образовните резултати, т.е. колку дипломираните студенти имаат практично знаење, претприемачки вештини, и можности за развој и иновации.

Заради подигнување на конкурентноста особено во високото образование државата треба да изнајде начин да привлече странски високорангирани универзитети кои би отвориле свои универзитети или факултети во Македонија, или одредени програми на постојните или нови универзитети, водени во целост од централата на тие универзитети, за што веќе се создадени законски предуслови. Примерот со

донесувањето на Чешката академија за филмска уметност ФАМУ во Охрид треба да се преслика во техничките, медицинските, општествените и други области, со што ќе се збогати конкурентноста и натпреварот со квалитет во високообразовниот систем. Во 2014 и 2015 година владата беше многу блиску до реализацијана ваков вид проект со универзитетот Сапиенца од Италија, во соработка со новиот универзитет „Дамјан Груев“ во Скопје кој требаше да се основа, и закој веќе се донесоа потребниот закон и други законски прилагодувања. За жал, политичката криза во 2015 изврши свое негативно влијание и во овој дел. Идејата беше целокупната наставна програма по медицина, и неколку други факултети и институти од општествената област во почетната година, а подоцна чекор по чекор и факултетите од другите области како на пример техничките да бидат водени и реализирани од овој престижен универзитет, по негова наставна програма, со негови професори и методи на работа, при што во еден 10 до 15-годишен период универзитетот ќе обезбедеше и висококвалитетен домашен наставен кадар произведен од истиот универзитет кој ќе можеше да ја преземе наставата. Напорите за вакви или слични иницијативи треба да продолжат и да се реализираат.

Покрај ова, потребно е да продолжи и да зајакне владиното стипендирање на студенти од Македонија на универзитети кои се рангирани во првите 100 на Шангајската рејтинг-листа на универзитети, со писмен договор за нивна обврска за враќање и работа во Македонија по завршувањето на студиите.

Континуираната набавка на лаборатории за практична настава во државните училишта и универзитети, како и континуираниот превод на најквалитетни учебници во светски размери добро е да продолжи, како и програмите за размена на студенти со познати и високорангирани странски универзитети. Финансиското стимулирање на наставниот кадар кој создава научни трудови прифатени од најпрестижните меѓународни списанија со фактор на влијание е чекор кој би помогнал во натамошното зголемување на квалитетот на високото образование и поголема негова конектираност со најпрестижните во областите.

Потребно е да зајакне промоцијата и поттикнувањето на поголемо ориентирање на идните генерации кон техничките науки, како резултат на фактот дека е таквиот кадар побаран на пазарот на работна сила и попотребен во процесот на привлекување и охрабрување нови инвестиции.

Во делот на образованието, потребни се натамошни чекори за зајакнување на претприемничкиот и иновативниот дух на новите генерации низ образовниот процес.

Државата Израел е светски пример на мала држава а една од светските лидери во иновации, каде една од компонентите е и силно развиениот претприемачки и иновациски дух кај граѓаните. Првичните чекори со кои се воведоа предмети во средно училиште и во завршната година на основно училиште за претприемништво и бизнис, како и посебен предмет за иновации, како и вметнувањето во други учебници и наставни програми на содржини кои го поттикнуваат претприемничкиот и иноваторскиот дух, се одличен почеток, но потребни се понатамошни чекори. Индиректно во тој правец, свое позитивно влијание ќе даде и воведувањето на нов предмет компјутери и основи на програмирање уште во трето одделение во основнообразование;

- Обезбедување на повеќе практична настава како во средните училишта така и на универзитетите е нешто што ќе помогне во процесот на создавање на поподготвен кадар за инвеститорите, за што се потребни поголеми вложувања на државата, на приватните универзитети и на средните училишта;
- Со цел привлекување инвестиции во развојни центри, лаборатории, сервисни центри, како и капитално интензивни индустриски инвестиции потребни се и предуслови во правец на стимулирање на поголем број млади луѓе да се определат за техничките науки, за што се потребни програми и натамошни напори.

9. ЗАКЛУЧОЦИ И ПРЕПОРАКИ

Предмет на анализа во докторската дисертација беа ефектите од различните видови меѓународен капитал, со фокус на земјитеувознички на капитал и на Република Македонија. Нивните искуства од меѓународната финансиска интеграција се првенствено поврзани со приливите на странски капитал во нормални околности и делумно со одливите на капитал во кризни околности. Него-приливите на меѓународниот капитал во изминатите четири децении покажаа неверојатно голема варијабилност, импресивен пораст во вредноста и значајни промени во нивната структура, што неминовно влијаеше врз националните економии.

9.1. Период на финансиска нормализација

И покрај регионалните финансиски кризи, од 1980 до 2007 година постоеше јасно изразен нагорен тренд на меѓународна финансиска интеграција. Истовремено, се одвиваше финансиско продлабочување, кое опфаќаше пораст на обемот на меѓународните текови на капиталот, зголемување на вредноста на глобалната финансиска актива и создавање нови финансиски врски меѓу регионите во светот, кои претходно или не тргувале во забележителна мера или воопшто не тргувале. Овој импресивен нагорен тренд на финансиската глобализација беше брутално прекинат со избувнувањето на глобалната финансиска криза во 2007 и 2008 година. Во само една година, вредноста на глобалните текови на капиталот од рекордните 12,8 трилиони американски долари во 2007 година колабираше на нивото од 3,5 трилиони американски долари во 2008 година, еквивалентно на годишен пад од дури 72,5%. Следуваше бавно закрепнување, но и нов бран песимизам кај инвеститорите, така што глобалните текови на капиталот повторно се позиционираа на проценети 3,5 трилиони американски долари на крајот на 2015 година. Глобалните приливи на капитал сесега за 72,2% пониски од преткризното ниво, со речиси неверојатни изгледи да се приближат до историскиот максимум во догледно време. Ваквиот драматичен пад на глобалните приливи на капитал на многумина им дадоа аргументи затезата дека настапува нова ера на финансиска деглобализација.

Основната премиса на застапниците на тезата за финансиска деглобализација е дека учесниците на меѓународниот пазар на капитал негуваа прекумерен ентузијазам околу придобивките од финансиската глобализација. Како последица на тоа, меѓународните финансиски тековина почетокот на новиот милениум стануваа рекордно високи и предимензионирани во однос

на реалните економски текови. Според тоа, глобалната финансиска криза бешегрубаопомена дека е потребна нова нормала на финансиските текови, која ќе биде на пониско ниво и која повнимателно ќе ги инкорпорира ризиците од меѓународната финансиска интеграција. Во академската литература преовладува ставот дека во моментов историската дистанца е премногу кратка за да се процени дали финансиска деглобализација ќе има долгорочен или привремен карактер.

Некои автори со право нагласуваат дека финансиската деглобализација не се однесува на странските директни и портфолио-инвестиции, бидејќи тие веќе се враќаат кон преткризните нивоа. Финансиската деглобализација во својата суштина е банкарска деглобализација, бидејќи најголемиот пад е регистриран кај банкарските заеми. Доколку подетално се набљудува структурата на банкарските заеми се воочува дека е падотконцентриран кај меѓубанкарското позајмување, но не толку кај позајмувањето од банкарскиот кон корпоративниот сектор.

Банкарската деглобализација се одвиваше во две фази. Првата фаза беше одбележана со спасувачки операции на владите и социјализација на дел од загубите на банкарскиот сектор, пренасочување на финансиските инвеститори кон домашната финансиска актива, намалена побарувачка за позајмливи фондови и пад на т.н. големопродажно банкарство. Втората фаза на колапсот на прекуграничните банкарски заеми се должеше на воведувањето поригорозна финансиска регулатива (на пр., зголемување на капиталните барања), барањата од страна на монетарната политика во некои земји за поголема поддршка на домашното кредитирање и секако, политиката на матичните банки за многу повнимателен пристап во кредитирањето од страна на странските подружници или филијали.

9.2. Мобилноста на капиталот во земјите во развој и земјите во транзиција

Искусствата од изминатите четири децении говорат дека меѓународните нето-текови на капитал кои одат конземјите во развој и земјите во транзиција покажуваат повисока варијабилност и нестабилност во однос на нето-тековите на капитал кон развиените пазарни стопанства. Притоа, се воочуваат тектонски поместувања во нето-приливите на меѓународниот капитал кон земјите во развој и земјите во подем. Приливите на странски капитал кон земјите од Централна, Источна и Југоисточна Европа се намалуваат, а од друга страна се случува силен пораст на тековите на капитал кон земјите во развој и земјите во подем од Азија.

Во последните четири децении во светски рамки се забележува и тренд на сè поголема атрактивност на земјите во развој како финална дестинација за странските директни инвестиции.

За првпат во светската економска историја, земјите во развој во 2012 година остварија поголем прилив на СДИ од развиените земји. Приматот во меѓународната инвестициска трка продолжи и во 2013 и 2014 година. Иако временската дистанца беше премногу кратка за да се извлече заклучок за трендовите, многу експерти побрзаа да ја прогласат 2012 година за почеток на нова ера, во која земјите во развој стануваат главна дестинација на СДИ во светски рамки. Сепак, тие се излажаа, бидејќи во 2015 година, развиените пазарни стопанства повторно станаа главен магнет за светскиот капитал. На што се должат ваквите колебливи трендови? Економската стагнација и неизвесниот деловен амбиент во многу земји во развој ги поттикнува нагорните текови („uphill“) на странски капитал, односно селењето на капиталот од земјите во развој и земјите во транзиција кон развиените пазарни стопанства. Дополнителна причина за тоа се и намалените разлики во очекуваните стапки на економски раст, кои се важна детерминанта на инвестициските одлуки.

Според повеќе емпириски студии, монетарната политика на САД и на развиените пазарни стопанства имаат важни импликации врз остатокот од светот, особено земјите во развој и земјите во транзиција. Речиси по правило, релаксирањето на монетарната политика во САД и останатите напредни економии е поврзано со приливи на странски капитал во земјите во развој. Обратно, затегнувањето на монетарната политика и подигнувањето на каматните стапки на финансиските инструменти во развиените пазарни стопанства предизвикува „нагорни“ текови на капиталот, односно преселба на капиталот од земјите во развој и земјите во транзиција кон развиените пазарни стопанства. Според емпириските студии, неочекуваното хипотетичко намалување на референтната каматна стапка на Федералните резерви се пресликува во приливи на капитал и пораст од 0,5% до 2,5% на берзанските индекси во земјите од Европа, Азија и Латинска Америка.

9.3. Во потрага по универзална теорија на мобилност на капиталот

Како и за многу други прашања, современата академска литература за финансиската глобализација досега не успеа да изгради единствена теоретска рамка за проучување на нивните макроекономски ефекти. Емпириската литература е најчесто ограничена на одреден период или конкретна земја, што не овозможува генерализација на заклучоците. Исто така, и оние студии во кои се анализираат повеќе земји се соочуваат со методолошки проблеми, поради различниот опфат, интензитет и степен на имплементација на контролите на капиталот. Секој вид меѓународен капитал (странски директни инвестиции, странски портфолио-инвестиции или други инвестициски текови, односно банкарски заеми) е под влијание на специфични фактори и специфични перцепции на ризикот и приносот. Дури и иста категорија на мобилност на капиталот,

на пример странските директни инвестиции, може да се однесува различно во специфични периоди и околности.

9.3.1. Користи од тековите на странскиот капитал

Нето-приливите на меѓународниот капитал нудат многу користи за националната економија. По правило, користите се согледуваат во мобилизацијата на странско штедење, кое претставува дополнителен извор за финансирање на инвестициската активност и подобрување на перспективите за забрзан економски растеж.

Странски директни инвестиции. Поволните ефекти врз националната економија најмногу им се припишуваат на странските директни инвестиции, кои повеќе од четири децении остануваат најстабилна категорија на меѓународен капитал. СДИ го забрзуваат економскиот раст, посебно во случаите кога генерираат позитивни екстерналии (ефекти на прелевање) преку ангажирање на локалните фирми-снабдувачи и преку генерирање повисока додадена вредност. Тие носат и низа придружни користи, како добри менаџерски практики, добро корпоративно управување, засилени обуки на човечките ресурси... СДИ во финансискиот сектор помагаат за зголемување на длабочината (износите со кои се тргува) и ширината (портфолиото на финансиски инструменти) на финансискиот систем, односно за вкупниот финансиски развој на националната економија.

Странски портфолио-инвестиции. Портфолио-инвестициите или жешкиот краткорочен капитал може да има позитивни ефекти врз пазарот на капитал и националната економија, само доколку будно се следи и управува. Многу земји наметнуваат контроли на приливот или одливот на странскиот капитал, со цел да ги намалат шпекулативните мотиви на странските инвеститори. Во принцип, приливот на странски портфолио-инвестиции може да го помогне развојот на финансискиот пазар, да внесе поголема конкуренција меѓу инвестициските фондови и да овозможи поповолно надворешно финансирање на буџетскиот дефицит.

Странски банкарски заеми. Во последните три децении постепено се намалуваше учеството на банкарските заеми и другите форми на задолжување. Ескалацијата на глобалната финансиската криза направи структурен прекин во трендот и последниве шест години, предизвика колапс на банкарските заеми. Користа од странските заеми, особено кога се обезбедени под поволни услови, се огледува во можноста од финансирање и побрза реализација на инвестициски проекти на приватниот сектор и инфраструктурни проекти на јавниот сектор. Порастот на т.н.

странски банкарски заеми во многу транзициски економии предизвика повисок кредитен раст од депозитниот раст.

9.3.2. Ризици поврзани со меѓународните текови на капиталот

Прекумерното позајмување и прекумерното задолжување по правило ги посејуваат ризиците од ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал. Прекумерното потпирање на странскиот капитал може да донесе опасност од прекумерна апрецијација на реалниот девизен курс, неконтролирана кредитна експанзија, пад на конкурентноста на националната економија и во крајна линија, финансиска (банкарска и/или валутна) криза. Имајќи ја предвид претпоставката за рационално однесување на економските агенти, не треба да се занемари и моралниот hazard, отсликан во повисок апетит за ризик. Многу странски инвеститори им позајмуваа или вложуваа во системски важни финансиски институции, кои беа „преголеми за да пропаднат“. Тие рационално очекуваа дека дури и при настапувањето на некое идно неповолно сценарио, монетарната или извршната власт ќе мора да обезбедат финансиска поддршка и социјализација на загубите. Исто така, многу странски инвеститори вложуваа во земји, чии економски фундаменти не беа толку силни. Тие очекуваа дека во случај на настапување на кризни околности, економијата ќе се обрати за финансиска помош кај меѓународните финансиски институции. Ваквиот морален hazard се чини дека охрабри повеќе економски агенти да прифатат многу поголеми ризици од меѓународната финансиска интеграција, со што се зголеми веројатноста од регионални и национални финансиски кризи.

Зголемена опасност од финансиска криза. Емпириската литература наоѓа мноштво докази дека кога нето-приливите на капитал бележат изразено остри осцилации (без оглед дали во надолна или нагорна насока), тогаш ризикот од финансиска дестабилизација станува поголем. Досегашните светски искуства покажуваат дека епизодите на невообичаено висок наплив на странски капитал ја зголемуваат за три пати веројатноста од последователна финансиска (банкарска или валутна) или двојна (и банкарска и валутна) криза.

Процикличен карактер на нето-приливите на меѓународниот капитал. Доминантен дел од емпириските студии откриваат дека нето-приливите на меѓународниот капитал имаат процикличен карактер, односно доаѓаат во поголеми износи во периоди на економска експанзија, а се намалуваат во периоди на економска контракција. Тоа значително го отежнува водењето на макроекономската и особено, монетарната политика, поради можните последици врз апрецијација на реалниот девизен курс, финансиска нестабилност и сл.

Сопирачка за економскиот раст. Користите од новите задолжувања во странство може за кратко време да се исцрпат, доколку економијата се соочи со висок должнички товар и проблеми во сервисирањето на обврските. Во такви случаи, високите каматни трошоци и неизвесноста околу сервисирањето го намалуваат кредитниот рејтинг на должникот, одземаат значајни ресурси, кои инаку би имале попродуктивна намена и дејствуваат како сопирачка за економскиот раст. Емпириските студии на реномирани економисти изнесуваат докази дека прагот, над кој јавниот долг може да стане сопирачка за растот се движи околу 90% од БДП кај развиените пазарни стопанства и околу 60% од БДП кај земјите во развој. Сепак, не постои академски консензус околу овие прагови, бидејќи некои автори укажуваат на методолошки грешки во влијателните студии. Некои емпириски студии укажуваат и на негативни ефекти од странските директни инвестиции, кои би можеле да се појават, доколку се уништуваат локалните конкуренти и се зголемува степенот на пазарна концентрација, се експлоатираат природните ресурси на земјата или се селектираат најквалитетните човечки ресурси со преземање од локалните фирми.

Иако некои модели во духот на неокласичната економска теорија сугерираат дека непреченото движење на меѓународниот капитал е оптимална политика за националната економија, сепак негативните искуства на финансиски (банкарски и/или валутни) кризи упатуваат на потребата од внимателно дизајнирање на мерките за управување со капиталот, особено кај странските портфолио-инвестиции. Оттука, контролите на капиталот и воопшто, финансиската регулација е нераскинливо поврзана со однесувањето на нето-тековите на меѓународниот капитал.

Искуствата од ефективноста на контролите на капиталот врз намалувањето на приливите на странскиот капитал, во најдобар случај, се мешани. Емпириската литература нуди многу поцврсти докази дека ефектите повеќе се чувствуваат во менување на структурата, отколку на обемот на тековите на капиталот. Така на пример, силните контроли на портфолио-инвестициите резултираат во поголемо учество на СДИ и финансиските инвестиции со подолга рочност. Перманентните контроли на капиталот во академската литература се нарекуваат „сидови“, а привремените контроли на капиталот – „врати“. Емпириските студии покажуваат дека привремените контроли на капиталот даваат послаби резултати во ограничувањето на прекуграничните текови на капиталот.

9.3.3. Приближување на академските ставови

Глобалната финансиска криза придонесе за конвергенција наставовите на академските економисти околу користите и ризиците од финансиската глобализација и посебно, ефектите од меѓународните текови на капиталот.

Неокласичната економска теорија ги нагласува користите од меѓународната финансиска интеграција и претпоставува дека капиталот ќе патува од развиените пазарни стопанства кон земјите во развој и земјите во транзиција. Преовладувачкиот дел од емпириската литература, за жал, не ги потврдува овие наоди на неокласичната економска школа, особено имајќи предвид дека од 1996 до 2004 година се забележани нето-одливи на капитал од земјите во развој. Економската стагнација и неизвесниот деловен амбиент во многу земји во развој ги поттикнува т.н. нагорни („uphill“) текови на странски капитал, односно селењето на капиталот од земјите во развој и земјите во транзиција кон развиените пазарни стопанства. Како што беше потенцирано, дополнителна причина за тоа се и намалените разлики во очекуваните стапки на економски раст.

Заклучокот е дека на агрегатно ниво доминираат два вида текови на меѓународниот капитал: (а) „надолни“ („downhill“) текови на приватниот капитал, претежно од развиените пазарни стопанства кон земјите во подем, развој или транзиција и (б) „нагорни“ („uphill“) текови на претежно официјален капитал (девизни резерви) од земјите во подем и земјите во развој кон развиените пазарни стопанства.

Во однос на вкупните нето-текови на странски капитал, развојните економисти и структуралистите сметаат дека тие носат повеќе ризици, одошто користи за националната економија. Оттука, контролите на капиталот и силната финансиска регулација се неопходен услов за макроекономска стабилност и економски напредок. Главниот недостаток на нивните ставови е недоволно силната аргументација, барем во поглед на поддршката преку формализирани економски модели. Ваквата критика не би можела да им се упати на неокејнзијанските економисти, кои исто така се залагаат за финансиска регулација на тековите на капиталот, но своите ставови ги поткрепуваат со силно развиени формални модели. Во нив се инкорпорираат многу пазарни несовершености, од кои особен акцент се става на несовершеностите на кредитниот пазар, асиметричните информации и проблемите во институционалната координација.

Економистите од неокејнзијанската провиниенција нагласуваат дека целосната меѓународна финансиска интеграција не е оптимална и дека вообичаено, приватните субјекти, следејќи ја профитната логика, го поттикнуваат системскиот ризик. Во напредната фаза од финансиските кризи, дестабилизирачките ефекти на меѓународните текови на капитал во оние економии, кои имаат либерализирана финансиска сметка од билансот на плаќања, предизвикуваат сериозни трошоци за благосостојбата на економските агенти.

Речиси по правило, по периодите на силна либерализација на капиталните трансакции, следуваат финансиски кризи, кои ги разлишуваат ортодоксните погледи на неокласичните економисти и новите неокласичари. Поновите студии покажуваат дека претпоставката за алокативна ефикасност на неокласичната економска теорија можеби и би била валидна, доколку

не би постоеле пазарните несовршености. Од друга страна, реалноста постојано и постојано потсетува дека пазарните несовршености се повеќе правило, одошто исклучок во современите економски системи.

Изминативе години особено актуелни станаа истражувањата на посткејнзијанските економисти, како на пример, Хајман Мински. Неговата хипотеза за финансиска ранливост беше игнорирана од страна на научните кругови, сè до избивањето на светската финансиска криза. Во основа, таа претставува обид да се интегрираат Кејнзовите погледи за инвестициската одлука како детерминанта на производството и вработеноста и ставовите на Јозеф Шумпетер, за инвестициската одлука како детерминанта на иновациите и економскиот раст. Според него, наизменичното менување на цврстината и крвкоста на финансиските пазари е генератор на деловните циклуси. Освен тоа, тој потенцира дека најголемите и најдолготрајните рецесии и депресии се појавуваат по периодите на долг и релативно стабилен економски напредок.

Глобалната финансиска криза придонесе за конвергенција на ставовите на академските економисти од различните теоретски кампови. Целосната либерализација на капиталните трансакции е субоптимална за земјите во развој и земјите во транзиција, а контролите на капиталот се нужен механизам за зајакнување на користите и минимизирање на ризиците од меѓународната финансиска интеграција.

9.4. Либерализацијата на капиталните трансакции

Финансиската либерализација нуди поволни ефекти, но само до определено ниво, кое зависи од спецификите на земјата и пазарните несовршености. Либерализацијата на меѓународните текови на капиталот донесува повеќе користи одошто ризици доколку земјата има достигнато одреден праг на финансиски и институционален развој.

Според концептот на невозможно тројство, уште познат и како „трилема“, спроведувањето на автономна монетарна политика во услови на режим на фиксен девизен курс ја наметнува потребата од управување со приливите и/или одливите на меѓународниот капитал. Емпириската анализа потврди дека во светски рамки, земјите кои одржуваат некоја варијанта на режим на фиксен девизен курс имаат понизок степен на либерализација на капиталните трансакции, од оној кој преовладува во земјите со раководено флукуирачки или слободно флукуирачки девизен курс. Дури и во рамките на овие параметри, европските транзициски економии кои имаат режим на фиксен девизен курс имаат значително повисок степен на либерализација на капиталните трансакции во однос на Република Македонија. Една од основните причини зошто економиите не се стремат кон целосна либерализација на капиталната сметка е желбата за истовремено

одржување на стабилен девизен курс и одреден степен на автономија во монетарната политика. Имено, економската теорија сугерира дека е невозможно управување со девизниот курс и постигнување на автономна монетарна политика при целосно слободни текови на капитал. Дополнително, кризните епизоди во брзорастечките економии од деведесетите години на минатиот век илустрираа дека брзата и целосна либерализација во услови на фиксен девизен курс може лесно да резултира со зголемување на ризиците, поттикнување на макроекономски нерамнотежи и пораст на веројатноста за појава на финансиски кризи. Во овој контекст, зголемената ризичност преку наглите приливи на капитал би можела да се манифестира преку различни облици, вклучувајќи акумулација на должнички обврски во странска валута, како и рочни и валутни неусогласености во билансите на финансискиот и корпоративниот сектор. Општо земено, целосната либерализација на капиталните текови може да има негативни последици особено во случаите кога макроекономските политики не се усогласени со одржувањето на фиксен девизен курс, а учесниците на пазарот (инвеститорите) го оценуваат важечкото ниво на девизниот курс како преценето или потценето.

Делумната либерализација на капиталните трансакции овозможува одредена изолација од каналите на финансиско „заразување“ и помала веројатност за епизоди на ненадеен наплив и ненадејно запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал. Но, од друга страна, таа укажува и на загубени можности за дополнување на капиталните фондови и зголемување на ликвидноста на домашниот пазар на капитал, неискористена можност за меѓувременско нивелирање на личната потрошувачка или бруто-инвестициите, и секако диверзификација на ризиците во меѓународни рамки.

Во практиката, неусогласеноста на девизниот курс со макроекономските фундаменти се манифестира преку појава на значителни притисоци на девизниот пазар. Отсуството на такви подолгорочни притисоци во Република Македонија во изминатите години сугерира дека постои простор за понатамошно отворање на капиталната сметка. Постојат неколку аргументи во прилог на оваа теза.

Прво, искуството од изминатите две децении сугерира дека еден од значајните предуслови за либерализирање на надворешните текови на капитал е постоењето на високо ниво на либерализација во домашниот финансиски сектор. Со зголемувањето на ефикасноста и институционалниот капацитет на домашните финансиски институции за справување со различни форми на ризици (валутни, рочни, каматни, итн.), се намалува веројатноста за појава на негативни ефекти од понатамошна либерализација на капиталната сметка. Преку континуираните структурни реформи, кои се преземаат за подобро функционирање на пазарната економија во Македонија, како и преку мерките за зајакнување на капацитетите на домашниот финансиски сектор,

едновременно се врши и постепено намалување на пречките за натамошно либерализирање на преостанатите сегменти од капиталната сметка.

Второ, ефективноста на мерките за ограничување на тековите на капитал е во опаѓачки тренд, главно како резултат на зголемената софистицираност на учесниците на финансиските пазари, како и можноста за изнаоѓање на нови начини за нивно избегнување од страна на компаниите преку зајакнатите форми на трговска либерализација.

Независно од ограничувањата кои ги наметнува режимот на девизниот курс, предлогот за воведување меѓународна финансиска зона на територијата на Република Македонијазаслужува многу поголемо внимание кај академската и пошироката јавност. Преку современа нормативна рамка усогласена со европските стандарди постојат бројни потенцијални користи за Република Македонија од зголемената изложеност на финансиската глобализација.

9.5. Лекции од компаративните искуства

Компаративната анализа на искуствата од меѓународната финансиска интеграција на 14 економии овозможуваат да се извлечат следните заклучоци:

Поволна структура на нето-приливите на меѓународниот капитал. Подемот на кинеската економија во голема мера се должи на поволната структура на приливи на странски капитал, во која доминираат странските директни инвестиции. Многуге забрани и ограничувања на влезот на одредени текови на капиталот, не ги обесхрабрија странските инвеститори да го препознаат силниот потенцијал на кинеската економија и да инвестираат значајни суми. Исто така, деведесетите години на XX век ја прокламираа Република Унгарија како светол пример за напредна транзициска економија, која успешно ја спроведувашеприватизацијата и привлекувашеогромни суми странски капитал. Континуираната и конзистентната политика на Република Ирска во привлекувањето на високотехнолошки СДИ даде импресивни резултати во подигнувањето на благосостојбата на ирските граѓани. Ирските влади посветуваа многу внимание на привлекувањето инвестиции во неискористените пазарни потенцијали и сегменти, во идентификувањето на компании со солидни перспективи за раст и во понудувањето низа даночни и други поволности.

Дисциплинирање на макроекономските политики. Примерот на Индија е особено илустративен, бидејќи приливот на странски капитал како дополнување на домашното штедење не

беше примарниот мотив за либерализацијата на капиталните трансакции. Напротив, главната цел беше да се поттикне развојот на домашниот финансиски систем, да се дисциплинираат макроекономските политики, да се подобри корпоративното управување и да се подигне капацитетот на институциите.

Предимензионирана банкарска глобализација. Република Ирска со децении беше пример за успешен и таргетиран пристап кон привлекувањето на странските инвестиции. Сепак, искуството од финансиската глобализација тргна во непосакувана насока по глобалната финансиска криза во 2008 година. Главниот структурен проблем на ирската економија беше предимензионираниот и прекумерно глобализираниот банкарски систем, кој значително ја надминуваше големината на реалната економија. Активата на банкарскиот систем изнесуваше дури 500% од ирскиот БДП во 2009 година. Овој финансиски колос не можеше да се „додржи на нозе“, ниту со помошта за итна ликвидност од европските финансиски институции, а уште помалку со инструментите, кои ѝ стоеја на располагање на ирската централна банка.

Прекумерно надворешно задолжување на домашните компании. Примерот на Република Словенија покажа дека рапидното задолжување на словенечките компании во странска валута во периодот на прекумерна економска експанзија донесе многу повеќе ризици, одошто користи од либерализацијата на капиталните трансакции. Земјата дозволи брз и неконтролиран пораст на корпоративното задолжување во странство во пресрет на глобалната финансиска криза во 2007-08 година, но потоа плати висока цена со ненадејното запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал.

Прекумерно потпирање на краткорочен (жежжок) капитал. Цената која ја плати Малезија за прекумерната изложеност на краткорочните приливи на капиталот беше голема. Нето-приливите на меѓународниот капитал само ги разголија и потенцираа структурните слабости на малезиската економија, како и прекумерното политичко влијание врз економските текови. Слично искуство имаше и Јужна Кореја, но таа многу подобро се справи со финансиската криза, поради високото ниво на девизните резерви. Случајот на Латвија покажа дека прекумерното потпирање на странски капитал во форма на банкарски заеми резултира во прекумерен кредитен раст и „прегреана“ експанзија. Во комбинација со глобалната финансиска криза и неминовното запирање на нето-приливите на меѓународниот капитал, рецесијата беше неизбежна.

Казна за недисциплинираните макроекономски политики. Случајот на Аргентина покажа дека финансиската поддршка од ММФ не е и не може да биде перманентна замена за политичката

стабилност, дисциплинираните макроекономски политики и умерениот пристап во надворешното задолжување. Неконзистентноста во водењето на макроекономските политики секогаш бидува казнета од финансиските пазари, а казната е пропорционална на степенот на либерализација на капиталните трансакции. Исто така, и мексиканската финансиска криза во 1994 година и првата половина од 1995 година грубо опоменаа за ризиците од финансиската глобализација. Мексикобеше латиноамерикански пример за едновремена финансиска (валутна и банкарска) криза, која беше предизвикана од комбинација на: (а) неповолни политички фактори: политичка нестабилност и безбедносни проблеми, (б) кривки макроекономски фундаменти: анемичен раст, ранлив финансиски систем, висок дефицит на тековната сметка и (в) неповолни екстерни фактори: зголемување на каматните стапки во САД и значаен одлив на приватен капитал.

Иако постојат обиди за заеднички третман на европските периферни економии, вредно е да се одбележи дека единствениот именител им е прекумерното потпирање на должнички капитал. Во комбинација со структурните слабости на нивните економии, недоследните макроекономски политики или недоволното домашно штедење, должничкиот капитал ја зголеми нивната финансиска ранливост и ги влоши среднорочните перспективи за економски раст. Прекумерната потрошувачка или ниското штедење во изминатите две децении во Португалија исто така придонесе за зголемување на ранливоста на португалската економија. Поради отстапениот монетарен суверенитет и неможноста за девалвација на девизниот курс, оваа периферна европска економија одигра тешка улога во европската должничка драма. Португалската приказна на нето-приливите на меѓународниот капитал е поврзана со ниското домашно штедење и нивната неповолна употреба, првенствено за потрошувачки цели и сосема малку за поддршка на инвестициската активност.

Силен притисок за апрецијација на девизниот курс. И покрај долгата историја на контроли на меѓународните текови на капиталот, Бразил тешко успеваше да се справи со краткорочниот прилив на капитал и со притисокот за апрецијација на девизниот курс. Неговото искуство е драгоцено од аспект на експериментирањето со цела лепеза мерки за управување со тековите на капиталот.

Ценовен меур во секторот на недвижности. Искуството на Кралството Шпанија е уникатно од аспект на високиот процент на странски инвестиции кои завршија во секторот на недвижности, предизвикувајќи ценовен меур. Сепак, Шпанија има моќна индустриска база, релативно развиен финансиски систем и силен капацитет за сервисирање на долговите, што ѝ овозможува релативно успешно да се справува со последиците од должничката криза.

9.6. Тековите на меѓународниот капитал и валутните војни

Понекогаш мотивацијата на странските инвеститори и кредитори не се цврстите макроекономски фундаменти на економијата реципиент, туку ниските каматни стапки во развиените пазарни стопанства (факторите на оттурнување). Секое подигнување на каматните стапки во САД речиси автоматски предизвикува повлекување на странскиот капитал од земјите во развој и земјите во подем, создавајќи им сериозна опасност од рецесија и зголемување на невработеноста. Доколку и другите економски велесили исто така спроведуваат експанзивна монетарна политика, тогаш според зборовите на бразилскиот министер за финансии, Гидо Мантега, останатите економии стануваат сведоци и жртви на т.н. „валутни војни“.

Логиката на аргументот е дека економските велесили преку експанзивната монетарна политика спроведуваат или т.н. конкурентски депрецијации или одбранбени акции за одбрана на определен валутен паритет. Жртви на овие валутни војни се најчесто помалите економии во развој и во транзиција. Напливот на странски капитал во земјите во развој и земјите во транзиција може да предизвика: (а) апрецијација на девизниот курс, која негативно влијае на конкурентноста на нивните економии и (б) дестимулирање на домашното штедење.

9.7. Влијанието на странскиот капитал врз основните макроекономски варијабли

Со употреба на формализиран теоретски модел беше извршена емпириска проценка на влијанието на нето-приливите на меѓународниот капитал врз економскиот раст, личната потрошувачка, бруто-инвестициите, националното бруто-штедење, вкупната факторска продуктивност и кредитниот раст.

Зголемувањето на нето-приливот на странски капитал за 1 процент од БДП придонесува за забрзување на годишната стапка на раст на БДП за 0,2 процентни поени, доколку сите други фактори се непроменети. Имајќи предвид дека просечниот нето-прилив на меѓународниот капитал е 3,5% од БДП во целиот период и за целиот примерок од 30 економии, произлегува дека кумулативниот ефект е значително поголем. За одбележување е дека странскиот капитал имал посилен ефект врз реалниот раст на БДП на 16-те економии во подем (0,253) наспроти 14-те транзициски економии од Европа (0,162), меѓу кои и Република Македонија.

Странските директни инвестиции се статистички значајна детерминанга, која има силен, позитивен и директен економски ефект кај транзициските економии. Зголемувањето на нето СДИ

за 1 процент од БДП придонесувало за забрзување на годишната стапка на раст на БДП од 0,11 до 0,28 процентни поени, доколку останатите фактори се непроменети.

Странските портфолио-инвестиции имаат силна негативна поврзаност со економскиот раст во транзициските економии во Европа, која првенствено се објаснува со нивната варијабилност и непостојаност. Повисоките приливи по основа на портфолио-инвестиции за 1 процент од БДП придонесувале за намалување на годишната стапка на раст на БДП за 0,27 процентни поени, кога сите други фактори се непроменети. Ваквиот емпириски резултат ги потврдува стравувањата на креаторите на макроекономските политики и на академската заедница дека странските портфолио-инвестиции или краткорочниот спекулативен капитал има значајни негативни ефекти врз транзициските економии од Европа.

Странските банкарски заеми и трговските кредити се позитивно поврзани со економскиот раст во транзициските економии во Европа. Тие се најзначајни компоненти на т.н. „други инвестициски текови, нето“, варијабла која има многу силен и позитивен, но и статистички и економски значаен ефект врз стапката на растот на БДП. Ефектот е 2,5 пати посилен кај 16-те економии во подем (повисока стапка на економски раст за 0,349 процентни поени) наспроти во споредба со 14-те транзициски економии (0,139 процентни поени повисока стапка на економски раст), што секако остава простор за натамошни анализи на што се должи подобрата искористеност на странските банкарски заеми и трговските кредити.

Паричните дознаки на иселениците имаат послаб ефект врз економскиот раст во споредба со нето-приливите на меѓународниот капитал. Објаснувањето е дека тие се насочуваат повеќе кон лична потрошувачка, а помалку кон инвестициска потрошувачка, што не генерира толку силни мултипликативни ефекти врз националната економија, како што е тоа случај со тековите на меѓународниот капитал.

Преку кои канали различните видови на меѓународниот капитал имаат позитивно влијание врз економскиот раст?

Со исклучок на странските портфолио-инвестиции, останатите видови меѓународен капитал имаат позитивно влијание врз нивото на инвестициската активност во транзициските економии. Зголемувањето на СДИ за 1% од БДП се пресликува во 0,31 проценти повисоки бруто-инвестиции (како процент од БДП) во транзициските економии, при непроменетост на останатите фактори. Речиси идентично поволен ефект имаат и странските банкарски заеми и трговски кредити, доловени преку категоријата „другите нето-инвестициски текови“. Зголемувањето на задолжувањата за само 1% од БДП се пресликува во 0,32 проценти повисоки бруто-инвестиции (како процент од БДП) во транзициските економии, при непроменетост на останатите фактори.

Странските директни инвестиции не покажуваат статистичка значајна поврзаност со личната потрошувачка. За разлика од нив, порастот на странски портфолио-инвестиции и другите инвестициски текови (пред сè, банкарските заеми) влијае на зголемување на личната потрошувачка. Зголемувањето на странските портфолио-инвестиции (како процент од БДП) за 1% од БДП се очекува да предизвика пораст на личната потрошувачка (како процент од БДП) од 0,28 процентни поени, доколку сè друго остане непроменето. Влијанието на другите инвестициски текови (како процент од БДП) е многу помало со оглед дека нивниот пораст се пресликал во пораст на личната потрошувачка од само 0,05 процентни поени.

Емпириските резултати даваат интересна слика во поглед на влијанието на нето-приливите на меѓународниот капитал врз штедењето. Странскиот капитал не го дополнува, туку го заменува и намалува домашното штедење во транзициските економии. Со исклучок на странскиот капитал вложен во домашни обврзници, сите останати видови меѓународен капитал предизвикуваат пад на националното штедење. На пример, во транзициските економии, зголемувањето за 1% од БДП на нето-приливите по основа на СДИ (како процент од БДП) го намалуваат националното бруто-штедење (како процент од БДП) за 0,19 процентни поени. Зголемувањето за 1% од БДП на нето-приливите по основа на странски портфолио-инвестиции (како процент од БДП) го намалуваат националното бруто-штедење (како процент од БДП) за 0,21 процентен поен. Порастот од 1% од БДП на нето-приливите по основа на други инвестициски текови (како процент од БДП) го намалуваат националното бруто-штедење (како процент од БДП) за 0,17 процентни поени. Во целина, порастот на нето-приливот на странски капитал за 1% од БДП во 14-те транзициски економии предизвикува намалување на националното бруто-штедење за 0,15 проценти од БДП. Ако се има предвид дека овие економии привлекуваа многу поголеми износи на странски капитал, лесно може да се заклучи дека кумулативниот ефект бил многу поголем.

Постои позитивна корелираност меѓу двете макроекономски варијабли, односно земјите кои имаат прираст на вкупната факторска продуктивност се и оние кои примаат поголеми нето-приливи на меѓународен капитал. Во набљудуваните две децении (1996-2014 година), капиталот патуваше кон земјите во развој и земјите во транзиција, кои имаа релативно повисок прираст на вкупната факторска продуктивност.

Во вкупниот примерок од 30 економии можат да се воочат четири групи економии:

- економии со нето-приливи на меѓународниот капитал и прираст на вкупната факторска продуктивност: Естонија, Романија, Молдавија, Литванија, Словачка, Словенија, Македонија, Албанија, Индија, Филипини и Перу;
- економии со нето-одливи на меѓународниот капитал и прираст на вкупната факторска продуктивност: Руска Федерација, Јужна Кореја, Тајланд, Малезија, Израел и Индонезија;

- економии со нето-приливи на меѓународниот капитал и негативен прираст на вкупната факторска продуктивност: Хрватска, Унгарија, Чешка, Турција, Бугарија, Јужна Африка, Бразил, Чиле, Мексико и Колумбија;

- економии со нето-одливи на меѓународниот капитал и негативен прираст на вкупната факторска продуктивност: Индонезија.

Најсилно влијание врз порастот на кредитите кон приватниот сектор имаат странските банкарски заеми и странските портфолио-инвестиции. Порастот од 1% од БДП на другите инвестициски текови (странските банкарски заеми) како процент од БДП се очекува да предизвика забрзување на стапката на растот на кредитите кон приватниот сектор за 0,33 процентни поени, доколку сите останати фактори останат непроменети. Од друга страна, порастот на странските портфолио-инвестиции (како процент од БДП) ја зголемува стапката на раст на кредитите кон приватниот сектор за 1 процентен поен.

9.8. Ефектите од странскиот капитал во Република Македонија

Во изминатите 18 години, во просек, нето-приливите на меѓународен капитал во Република Македонија изнесуваа 6,3% од БДП. Безмалку две третини од нив беа нето-приливи по основа на СДИ или 4,1% од БДП. Потоа, следуваа нето-приливите по основа на останати инвестиции (првенствено заеми), кои годишно, во просек, изнесуваа 1,5% од БДП или 23,9% од вкупните приливи. Нето-приливите по основа на странски портфолио-инвестиции, во просек, изнесуваа 0,7% од БДП или околу 10% од вкупните нето-приливи на меѓународен капитал.

Нето-приливот на СДИ во македонската економија се покажа на јстабилна категорија на меѓународен капитал. Најголемите приливи се регистрирани во периодот од 2006 до 2008 година и подоцна во 2011 година. Овој импресивен резултат не е случаен. Длабоките и суштински реформи на деловното опкружување во изминатата деценија ѝ овозможија на Република Македонија да се појави на меѓународната инвестициска карта. Многу странски инвеститори започнаа за првпат да ја перципираат Македонија како порта за влез на европските пазари и како нова европска економија во подем. Вредно е да се одбележи дека и покрај европската должничка криза и амбиентот на несигурност, Република Македонија остана посветена на промоција и привлекување на СДИ како силен фактор на економскиот раст.

Од секторски аспект, терцијарниот или услужниот сектор во македонската економија бешедосега најпосакуваната дестинација за СДИ. Во овој сектор беше вложен странски сопственички капитал во вредност од 45,5% од вкупните СДИ или 19,7% од БДП. Притоа, најзначајните инвестиции се остварија во секторот на финансиски и осигурителни активности

(9,3% од БДП) и трговија на големо и мало; поправка на моторни возила и мотоцикли (5,4% од БДП). Приливот на СДИ во секторот недвижности е стабилен и релативно мал (околу 0,8% од БДП), што во голема мера објаснува зошто во пресрет на светската финансиска криза немаше драматичен пораст, а по неа и последователен крах на цените на недвижностите.

Официјалните текови на капиталот беа значајни кон крајот на деведесетите години на минатиот век, кога Република Македонија склучуваше аранжмани со значајни финансиски износи со ММФ и Светската банка. Подоцна, со избувнувањето на глобалната финансиска криза во 2007 и 2008 година, повторно се обновува официјалните позајмувања со цел да се ублажи падот на економската активност да се обезбедат надворешни и поволни извори на финансирање на буџетскиот дефицит. Овие политики ги спроведуваа многу европски економии, но ретко која од нив успеаше да го стабилизира аутпутот на краток рок.

Во периодот од 2000 до 2016 година се регистрирани осум епизоди или квартали на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал. Во нив, нето-приливот на странскиот капитал паѓа под долгорочниот тренд, намален за една стандардна девијација. Анализата на случувањата во осумте квартали даваат интересни резултати:

- дури седум епизоди на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал се случуваат во третиот квартал од годината, а една епизода е во вториот квартал. Со оглед дека се користени десезонирани податоци, исклучени се сезонските ефекти како можно објаснување,
- дури пет епизоди се од типот 2, односно епизоди на ненадејно запирање на бруто-приливите на странски капитал (SSI), придружено со незначителен или умерен пад на бруто-одливите на капитал,
- две епизоди се поврзани со умерено намалување на бруто-приливите и умерено зголемување на бруто-одливите на меѓународен капитал (SSN), односно епизоди од типот 4, додека само една епизода е поврзана со ненадеен почеток на одливи на меѓународен капитал (SSO) (тип 3).

Ова упатува на фактот дека најголемите епизоди на ненадејно запирање на нето-тековите на меѓународниот капитал се поврзани со однесувањето на странските резиденти, влошената перцепција за макроекономската или политичка стабилност. Овие фактори беа главните причинители за краткорочните крахови на бруто-приливите на меѓународниот капитал.

Ефектите од приливот на капитал во форма на СДИ во Република Македонија се позитивни и многукратни. Така, СДИ резултираа со значаен пораст на македонскиот извоз, кој од 1,9 милијарди евра во 2006 година, достигна на 4,3 милијарди евра во 2016 година и пригоа растеше побрзо од увозот. Околу 40% од тоа е извоз од компаниите кои се СДИ, или 1,7 милијарди

евра. Тоа е целосно новосоздадена вредност во економијата која директно придонесува за раст на БДП и извозот.

Од аспект на креирањето работни места преку странскиот капитал, Република Македонија според извештајот на Ernst&Joung од мај 2015та, кој е споредба на 2014та со 2013та година, е на лидер во Европа со пораст од 223 проценти според бројот на новоотворени работни места по жител креирани од странски инвеститори, а втора е Република Словачка со пораст од 128 проценти или речиси двојно помалку. Според IBM top-ranking destination countries by estimated jobs per million inhabitants, Македонија е прво рангирана во светот во 2016та, пред Србија, ОАЕ, Ирска, Унгарија и Словачка, според креирањето на нови работни места на милион жители. И следната 2017та Македонија одлично котира на истата листа, како трета во светот. Во странските компании кои работат во и надвор од ТИРЗ, заклучно со мај 2017 отворени се над 20.000 нови директни работни места.

Позитивни ефекти од приливот на капитал во форма на СДИ се остварени и во делот на соработка на домашните и странските фирми. Преку 500 македонски фирми досега се вклучени како доставувачи за странските компании, со промет од околу 60 милиони евра на годишно ниво. Овие ефекти во следниот период можат да бидат мултиплицирани доколку се подобри степенот на стандардизација на производството на домашните фирми преку поголеми вложувања во иновации и подобар пристап до поволни финансиски средства, како и натамошно продлабочување на соработката со образовните институции во насока на продуцирање на работна сила со неопходните вештини и квалитети.

Политиката на државна помош во Република Македонија во досегашниот период беше добро дизајнирана. Таа соодветствуваше на потребите за привлекување на СДИ и ублажување на големиот проблем на невработеноста, од една страна, како и конкуренцијата од други земји, посебно во регионот на ЈИЕ, од друга страна. Политиката на државна помош е целосно усогласена со европските директиви и практики. Откако се постигнати најважните цели за намалување на невработеноста и позиционирање на земјата на светската инвестициска мапа, идните промени во овој дел би можеле да се фокусираат на попрецизно дизајнирање на помошта во согласност со степенот на резвој и невработеност во одделни региони во Република Македонија, како и квалитетот и технолошкото ниво на инвестицијата.

Отвореноста на агрегатната капитална (финансиска и капитална) сметка на билансот на плаќања на Република Македонија е пониска во споредба со светскиот просек, со просекот на државите членки на ЕУ и значително пониска во однос на просекот за транзициските економии. Либерализацијата на капиталните трансакции е пониска дури и во однос на просекот на земјите, кои имаат некоја варијанта на режимот на девизен курс. Тоа покажува дека постои простор за

внимателно релаксирање на ограничувањата на тековите на капиталот, не загрозувајќи ги основните цели на монетарната политика.

Од една страна, мерките за управување со тековите на капиталот имаат своја цена. Тие можат да ја нарушат дисциплината на финансиските пазари, но и да ги ограничат можностите за финансирање и диверзификација на ризикот. Поттикнувајќи ја репресијата врз финансискиот сектор, тие можат да го попречат развојот на финансискиот систем и да ја нарушат алокацијата на капиталот. Според тоа, прашањето за брзината на либерализација на капиталната сметка е во голема мера детерминирано од брзината на развојот на финансискиот систем, капацитетот на институциите, и секако, режимот на девизниот курс.

Целосната либерализација на капиталните трансакции не е препорачлива опција за сите земји и за сите периоди. Развиените пазарни стопанства, кои имаат стабилни финансиски системи и висок институционален капацитет, можат да си дозволат слободно движење на меѓународниот капитал. Либерализацијата мора да биде добро планирана, навремена и редоследно спроведена, со оглед дека честото (дури иповолно за инвеститорите) менување на контролите на капиталот создава правна несигурност и ги дезориентира финансиските пазари и инвеститори. Комплементарен чекор во таа насока е секако иницијативата за основање меѓународни финансиски зони, како современ механизам за привлекување на странскиот капитал.

9.9. Насоки за идните истражувања

При изработката на докторската дисертација беа воочени неколку недоволно истражени академски прашања, кои имаат релевантност за креаторите на макроекономските политики.

Една можна истражувачка насока е поврзана со индиректните ефекти или прелевања, кои ги имаат странските директни инвестиции врз конкурентските компании од истата индустрија (хоризонтални прелевања) и врз компаниите кои претходат или следат во процесот на создавање на додадената вредност (вертикални прелевања). Досега не постои квалитетно микроекономско емпириско истражување за овие ефекти на СДИ во Република Македонија.

Втората можна истражувачка насока е поврзана со потребата од проучување на каналите преку кои странскиот капитал го дестимулира бруто националното бруто-штедење во повеќето транзициски економии. Наместо дополнување на домашните ресурси, многу често, увезената акумулација дејствува како супститут на домашното штедење, што дополнително ја зголемува зависноста од странскиот капитал.

Третата можна истражувачка насока е поврзана со проценката на нивото на финансиската глобализација, кое би било компатибилно со сегашниот степен на економски развој на светската економија и кое би придонесувало за креирање на стабилен амбиент за економски напредок. Изминативе неколку години се одвива финансиска, попрецизно банкарска деглобализација, која според многу параметри се симна под нормалата на финансиските текови и која е резултат на преголемата претпазливост на учесниците на глобалниот финансиски пазар. Истражувањата во оваа област треба да понудат повеќе параметри за „оптималниот“ сооднос на финансиска и реална актива, кој би овозможил непречен раст на светската економија и националните економии, како и помала зачестеност на финансиските кризи.

Четвртата можна истражувачка насока е да се направи обид за вградување на ставовите на развојните економисти, структуралистите и посткејџзијанците во доминантното јадро на макроекономската наука. Иако на „алтернативните“ погледи им недостасува формализиран математички пристап и аналитичка ригорозност, сепак тие посочуваат на значајни макроекономски релации, кои се потценети или занемарени во истражувањата на неокејџзијанските и неокласичните економисти.

На крајот, преостанува да се истакне дека економските ефекти од различните видови на меѓународниот капитал претставуваат тема, која допрва ќе станува повозбудлива и поконтроверзна. Меѓународните текови на капиталот можат да бидат добар „слуга“ на националните интереси, но и лош „гос подар“ на националната економија. Странската акумулација може да го надополни домашното штедење, да ги зголеми капиталните фондови на економијата, да создава технолошки прелевања и мултипликативни ефекти врз поврзаните индустрии, да го надградува човечкиот капитал и да ја забрзува реалната конвергенција кон развиените пазарни стопанства. Од друга страна, варијабилноста и непредвидливоста на нето-приливите на меѓународниот капитал создава ризици за макрофинансиската стабилност, а во одредени епизоди и негативни макроекономски последици и кризи за домашната економија. Како и во многу други области на животот, произлегува дека е токму умереноста една од најголемите доблести.

Користена литература

Abiad, Abdul, and Ashoka Mody. 2005. "Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?" *American Economic Review* 95 (1): 66–88.

Abiad, Abdul, Daniel Leigh, and Ashoka Mody. 2009. "Financial Integration, Capital Mobility, and Income Convergence." *Economic Policy* 24: 241–305.

Aguiar, Mark, and Manuel Amador. 2011. "Growth in the Shadow of Expropriation." *Quarterly Journal of Economics* 126 (2): 651–97.

Aizenman, Joshua, Mahir Binici, and Michael M. Hutchison. 2014. "The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets." Working Paper 19980. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w19980>.

Aizenman, Joshua. 2004. "Financial Opening: Evidence and Policy Options." NBER Chapters. National Bureau of Economic Research, Inc. <http://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/9547.html>.

Akbay, Oktay Salih, and Timur Han Gur. 2008. "FDI and Spillover Effects in Developing Countries: The Role of Human Capital." *Empirical Economics Letters* 7 (5): 463–68. doi:<http://www.eel.my100megs.com/>.

Alesina, Alberto, Vittorio Grilli, and Gian Maria Milesi-Ferrett. 1993. "The Political Economy of Capital Controls." NBER Working Paper 4353. National Bureau of Economic Research, Inc. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/4353.html>.

Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych. 2008. "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation." *Review of Economics and Statistics* 90 (2): 347–68.

Allen, Franklin, and Douglas Gale. 2000. "Financial Contagion." *Journal of Political Economy* 108 (1): 1–33.

Ang, James B. 2008. "A Survey Of Recent Developments In The Literature Of Finance And Growth." *Journal of Economic Surveys* 22 (3): 536–76.

Antras, Pol, and Ricardo J. Caballero. 2009. "Trade and Capital Flows: A Financial Frictions Perspective." *Journal of Political Economy* 117 (4): 701–44. doi:<http://www.jstor.org/action/showPublication?journalCode=jpoliecon>.

Aoki, Kosuke, Gianluca Benigno, and Nobuhiro Kiyotaki. 2010. "Adjusting to Capital Account Liberalization." CEP Discussion Paper dp1014. Centre for Economic Performance, LSE. <http://ideas.repec.org/p/cep/cepdps/dp1014.html>.

Ariff, Mohamed, and Syarisa Yanti Abubakar. 1999. "The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects." *Developing Economies* 37 (4): 417–38. doi:10.1111/%28ISSN%291746-1049.

Arrow, K. J., and G. Debreu. 1954. "Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy." *Econometrica* 22 (July): 265–90.

Artis, Michael J., and Mathias Hoffmann. 2011. "The Home Bias, Capital Income Flows and Improved Long-Term Consumption Risk Sharing between Industrialized Countries." *International Finance* 14 (3): 481–505. doi:10.1111/%28ISSN%291468-2362/issues.

Bakker, Age, and Bryan Chapple. 2003. *Capital Liberalization in Transition Countries : Lessons from the Past and for the Future* / Edited by Age F.P. Bakker, Bryan Chapple. Northampton, MA: Edward Elgar Pub.

Balasubramanyam, V. N., M. Salisu, and David Sapsford. 1999. "Foreign Direct Investment as an Engine of Growth." *The Journal of International Trade & Economic Development* 8 (1): 27–40.

Bandelj, Nina. 2010. "How EU Integration and Legacies Mattered for Foreign Direct Investment into Central and Eastern Europe." *Europe-Asia Studies* 62 (3): 481–501. doi:10.1080/09668131003647846.

Basco, Sergi. 2014. "Globalization and Financial Development: A Model of the Dot-Com and the Housing Bubbles." *Journal of International Economics* 92 (1): 78–94.

Becker, Chris, and Clare Noone. 2008. "Volatility and Persistence of Capital Flows." In *Regional Financial Integration in Asia: Present and Future: Proceedings of the First Workshop of the Asian Research Network for Financial Markets and Institutions Organized by the BIS and the Hong Kong Institute for Monetary Research in Hong Kong SAR on 21 January 2008*, edited by Bank for International Settlements, 159–80. BIS Papers, no. 42. Basel: Bank for International Settlements.

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad. 2001. "Does Financial Liberalization Spur Growth?" NBER Working Paper 8245. National Bureau of Economic Research, Inc. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/8245.html>.

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad. 2006. "Growth Volatility and Financial Liberalization." *Journal of International Money and Finance* 25 (3): 370–403.

Belke, Ansgar, Gunther Schnabl, and Holger Zemanek. 2013. "Real Convergence, Capital Flows, and Competitiveness in Central and Eastern Europe." *Review of International Economics* 21 (5): 886–900. doi:10.1111/%28ISSN%291467-9396/issues.

Bélyácz, Iván and Mónika Kuti. 2009. "Foreign direct investment and external debt in Hungary: An attempt to examine the macroeconomic capital structure from a new perspective." *Society and Economy*, Vol. 31, No. 2 (December 2009), pp. 211-234.

Berglöf, Erik; Yevgeniya Korniyenko; Alexander Plekhanov and Jeromin Zettelmeyer. 2009. *Understanding the crisis in emerging Europe*. 2010 IIS 1285-S3.78. Working Paper, European Bank for Reconstruction and Development.

Bernanke, Ben S. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Remarks by Governor at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 10th 2005.

Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist. 1999. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." In *Handbook of Macroeconomics*. Volume 1C, edited by John B. Taylor and Michael Woodford, 1341–93. *Handbooks in Economics*, vol. 15.

Bhagwati, Jagdish. 1998. "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars," *Foreign Affairs* 77, no. 3 (1998), pp. 7–12

Bhandari, Gautam. 2010. "India Needs Foreign Capital to Meet Ambitious Spending Targets." *FinanceAsia*, May, 56–56.

Binici, Mahir, Michael Hutchison, and Martin Schindler. 2010. "Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows." *Journal of International Money and Finance*, *The Emerging Global Financial Architecture: What's New and What's?*, 29 (4): 666–84. doi:10.1016/j.jimonfin.2010.01.001.

Blanchard, Olivier, and Francesco Giavazzi. 2002. "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?" *Brookings Papers on Economic Activity* 33 (2): 147–210.

Blanchard, Olivier. 2007. "Adjustment within the Euro. The Difficult Case of Portugal." *Portuguese Economic Journal* 6 (1): 1–21. doi:10.1007/s10258-006-0015-4.

Bole, Velimir. 1999. "Financial Flows in a Small Open Economy; The Case of Slovenia", paper for conference on 'Financial Flows to Transition Economies', IIASA, May 1997, in J. Gacs, R. Holzmann & M. Wyzan (eds), *The Mixed Blessing of Financial Inflows—Transition Countries in Comparative Perspective*, Edward Elgar, pp. 195–238.

Borensztein, E., J. De Gregorio, and J.-W. Lee. 1998. "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?" *Journal of International Economics* 45 (1): 115–35. doi:<http://www.sciencedirect.com/science/journal/00221996>.

Broner, Fernando, and Jaume Ventura. 2016. "Rethinking the Effects of Financial Globalization." *The Quarterly Journal of Economics* 131 (3): 1497–1542. doi:10.1093/qje/qjw010.

Brune, Nancy and Alexandra Guisinger. 2006. "Myth or Reality? The Diffusion of Financial Liberalization in Developing Countries," Available via the Internet: www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/IPES/papers/brune_guisinger_F900_1.pdf.

Bussière, Matthieu, and Kate Phylaktis. 2016. "Emerging Markets Finance: Issues of International Capital Flows – Overview of the Special Issue." *Journal of International Money and Finance* 60 (February): 1–7. doi:10.1016/j.jimonfin.2015.09.007.

Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. 2008a. "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates." *American Economic Review* 98 (1): 358–93. doi:<http://www.aeaweb.org/aer/>.

Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. 2008b. "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates." *American Economic Review* 98 (1): 358–93.

Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Mejia. 2004. "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects." Working Paper 10520. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w10520>.

Carkovic, M. and R. Levine. 2005. Does foreign direct investment accelerate economic growth? In T. H. Moran, E. M. Graham and M. Blomstrom (eds.), *Does Foreign Investment Promote Development*. Washington, DC: Institute for International Economics.

Carkovic, Maria V., and Ross Levine. 2002. "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?" SSRN Scholarly Paper ID 314924. Rochester, NY: Social Science Research Network. <http://papers.ssrn.com/abstract=314924>.

Casey Jr., William L. 2014. "Can FDI Serve as an Engine of Economic Growth for the Least Developed Countries?" *Competition Forum* 12 (1): 73–84.

Cass, David. 1965. "Optimum Growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation." *Review of Economic Studies* 32 (3): 233.

Cass, David. 1966. "Optimum Growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation: A Turnpike Theorem." *Econometrica* 34 (4): 833–50.

Cavallo, Eduardo, Andrew Powell, Mathieu Pedemonte, and Pilar Tavella. 2015. "A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?" *Journal of International Money & Finance* 51 (March): 47–70. doi:10.1016/j.jimonfin.2014.10.001.

Chamon, Marcos and Garcia Marcio. 2016. "Capital controls in Brazil: Effective?", *Journal of International Money and Finance* Vol. 61, 163-187.

Chandra, N. K. 1977. "Role of Foreign Capital in India." *Social Scientist* 5 (9): 3–20. doi:10.2307/3516715.

Chinn, Menzie D., and Hiro Ito. 2002. "Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence." NBER Working Paper 8967. National Bureau of Economic Research, Inc. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/8967.html>.

Chinn, Menzie D., and Hiro Ito. 2008. "A New Measure of Financial Openness." *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice* 10 (3): 309–22. doi:10.1080/13876980802231123.

Chinn, Menzie, and Hiro Ito. 2006. "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions." *Journal of Development Economics* 81 (1): 163–92.

Damijan, Jože P., Matija Rojec, Boris Majcen, and Mark Knell. 2013. "Impact of Firm Heterogeneity on Direct and Spillover Effects of FDI: Micro-Evidence from Ten Transition Countries." *Journal of Comparative Economics* 41 (3): 895–922. doi:10.1016/j.jce.2012.12.001.

Das, Dilip. 2010. *Financial Globalization: Growth, Integration, Innovation and Crisis*. New York: Palgrave McMillan.

Davis, J. Scott. 2015. "The Macroeconomic Effects of Debt- and Equity-Based Capital Inflows." *Journal of Macroeconomics* 46 (December): 81–95. doi:10.1016/j.jmacro.2015.07.006.

Dell’Ariccia, Giovanni, Paolo Mauro, André Faria, Jonathan David Ostry, Julian di Giovanni, Martin Schindler, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones. 2008. "Reaping the Benefits of Financial Globalization." IMF Occasional Paper 264. International Monetary Fund. <http://ideas.repec.org/p/imf/imfocp/264.html>.

Dooley, Michael P., Donald J. Mathieson, and Liliana Rojas-Suarez. 1997. "Capital Mobility and Exchange Market Intervention in Developing Countries."

Doytch, Nadia. 2013. "Foreign Capital and Stock Market Development -- Do the Macro- and Microeconomic Studies Agree." *Journal of Applied Economics & Business Research* 3 (4): 222–31.

Durham, J. B. J. Benson. 2004. "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth." *European Economic Review* 48 (2): 285–306.

Durham, J. Benson. 2004. "Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth." *European Economic Review* 48 (2): 285. doi:10.1016/S0014-2921(02)00264-7.

Edison, Hali J. 2004. "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis."

Edwards, Sebastian. 2001. "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" NBER Working Paper 8076. National Bureau of Economic Research, Inc. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/8076.html>.

Eichengreen, Barry and Albert Fishlow. 1998. *Contending with Capital Flows: What is Different about the 1990's?*. Cornell University Press.

Eichengreen, Barry, Rachita Gullapalli, and Ugo Panizza. 2011. "Capital Account Liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View." *Journal of International Money and Finance* 30 (6): 1090–1106. doi:10.1016/j.jimonfin.2011.06.007.

Eichengreen, Barry. 1998. "CAPITAL ACCOUNT LIBERALIZATION - Capital Account Liberalization and the IMF."

Eichengreen, Barry. 2001. "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" *World Bank Economic Review* 15 (3): 341–65. doi:<http://wber.oxfordjournals.org/content/by/year>.

Elkomy, Shimaa, Hilary Ingham, and Robert Read. 2016. "Economic and Political Determinants of the Effects of FDI on Growth in Transition and Developing Countries: FDI, Political Development & Growth in Developing Countries." *Thunderbird International Business Review* 58 (4): 347–62. doi:10.1002/tie.21785.

Epstein, Gerald and Juliet Schor. 1992. "Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries," in *Financial Openness and National Autonomy*, ed. by T. Banuri and J.B. Schor (Oxford: Clarendon Press).

Estrada, Gemma B., Donghyun Park, and Arief Ramayandi. 2016. "Taper Tantrum and Emerging Equity Market Slumps" 52 (5): 1060–71.

Farhi, Emmanuel, and Ivan Werning. 2014. "Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows." *IMF Economic Review* 62 (4): 569–605. doi:<http://www.palgrave-journals.com/imfer/archive/index.html>.

Feibelman, Adam. 2015. "The IMF and Regulation of Cross-Border Capital Flows." *Chicago Journal of International Law* 15 (2): 409–51. doi:<http://cjil.uchicago.edu/page/current-issue>.

Feldstein, Martin, and Charles Horioka. 1980. "Domestic Savings and International Capital Flows." doi:<http://www.nber.org/papers/w0310.pdf>.

Fischer, Stanley. 1998. "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF." In *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?* 1–10. Princeton, NJ: Princeton University.

Fisher, I. 1933. "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica* 1 (October): 337–57.

Fleming, J. 1962. Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates, *International Monetary Fund Staff Papers*, 9, pp. 369–379.

Forbes, Kristin, Dennis Reinhardt, and Tomasz Wieladek. 2017. "The Spillovers, Interactions, and (Un)intended Consequences of Monetary and Regulatory Policies." *Journal of Monetary Economics*. Accessed January 3. doi:10.1016/j.jmoneco.2016.10.008.

Friedman, M. 1953. *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

Friedrich, Christian, Isabel Schnabel, and Jeromin Zettelmeyer. 2013. "Financial Integration and Growth — Why Is Emerging Europe Different?" *Journal of International Economics* 89 (2): 522–38. doi:10.1016/j.jinteco.2012.07.003.

Frost, Sarah, Jean Goggin, and Martin O'Brien. 2014. "Was the Early Food the Late Poison? Foreign Banks and the Retail Credit Market during Ireland's Financial Crisis." *Journal of the Statistical and Social Inquiry Society of Ireland XLIV*: 101–23.

Gallagher, Kevin P. 2014. "The Economics of Regulating Cross-Border Finance: Two New Views." *Review of Political Economy* 26 (4): 594–617. doi:<http://www.tandfonline.com/loi/crpe20>.

Gallagher, Kevin P., and Amos Irwin. 2014. "Exporting National Champions: China's Outward Foreign Direct Investment Finance in Comparative Perspective." *China and World Economy* 22 (6): 1–21. doi:10.1111/%28ISSN%291749-124X/issues.

Gallego, Sonsoles, Sándor Gardó, Reiner Martin, Luis Molina, and José María Serena. 2010. "The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe

(CESEE) and Latin America.” Banco de Espana Occasional Paper 1002. Banco de Espana. <http://ideas.repec.org/p/bde/opaper/1002.html>.

Gang Xu, and Ruifang Wang. 2007. “The Effect of Foreign Direct Investment on Domestic Capital Formation, Trade, and Economic Growth in a Transition Economy: Evidence from China.” *Global Economy Journal* 7 (2): 1–21.

Garrett, Geoffrey. 1995. “Capital Mobility, Trade, and the Domestic Politics of Economic Policy.” *International Organization* 49 (4): 657–87.

Gertler, Mark, and Kenneth Rogoff. 1990. “North-South Lending and Endogenous Domestic Capital Market Inefficiencies.” *Journal of Monetary Economics* 26 (2): 245–66.

Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi. 2016. “When Do Capital Inflow Surges End in Tears?” *IMF Staff Papers* 106 (5): 581–85.

Ghosh, Atish R., Mahvash S. Qureshi, Jun Il Kim, and Juan Zalduendo. 2014. “Surges.” *Journal of International Economics* 92 (2): 266–85. doi:10.1016/j.jinteco.2013.12.007.

Ghosh, Madanmohan, and Weimin Wang. 2009. “Does FDI Accelerate Economic Growth? The OECD Experience Based on Panel Data Estimates for the Period 1980-2004.” *Global Economy Journal* 9 (4): 1–21. doi:10.1111/1524-5861.1496.

Gonzalez-Rozada, Martin, and Eduardo Levy Yeyati. 2008. “Global Factors and Emerging Market Spreads.” *Economic Journal* 118 (533): 1917–36. doi:10.1111/1468-0297/issu5.

Gordon, Roger H., and A. Lans Bovenberg. 1996. “Why Is Capital So Immobile Internationally? Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation.” *American Economic Review* 86 (5): 1057–75.

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne. 2006. “The Elusive Gains from International Financial Integration.” *Review of Economic Studies* 73 (3): 715–41. doi:10.1111/j.1467-937X.2006.00393.x.

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne. 2013. “Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle.” *Review of Economic Studies* 80 (4): 1484–1515. doi:<http://restud.oxfordjournals.org/content/by/year>.

Greenwald, Bruce C., and Joseph E. Stiglitz. 1986. “Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets.” *Quarterly Journal of Economics* 101 (2): 229–64.

Greenwald, Bruce C., and Joseph E. Stiglitz. 1993. “Financial Market Imperfections and Business Cycles.” *Quarterly Journal of Economics* 108 (1): 77–114. doi:<http://qje.oxfordjournals.org/content/by/year>.

Greenwald, Bruce, and Joseph E. Stiglitz. 2003. *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Grilli, Vittorio, and Gian Maria Milesi-Ferretti. 1995. "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls." *IMF Staff Papers* 42 (3): 517–51.

Gurley, J. G., and E. S. Shaw. 1955. "Financial Aspects of Economic Development." *American Economic Review* 45 (September): 515–38.

Hagen, Jurgen von, and Haiping Zhang. 2014. "International Capital Flows in the Model with Limited Commitment and Incomplete Markets." *Open Economies Review* 25 (1): 195–224. doi:<http://link.springer.com/journal/volumesAndIssues/11079>.

Hammond, Clare. 2013. "India Capital Controls Could Demoralise Foreign Investors." *Asiamoney*, August, 105–105.

Hansen, Henrik, and John Rand. 2006. "On the Causal Links Between FDI and Growth in Developing Countries." *World Economy* 29 (1): 21–41. doi:10.1111/j.1467-9701.2006.00756.x.

Henry, Peter Blair. 2003. "Capital Account Liberalization, The Cost of Capital, and Economic Growth." Working Paper 9488. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w9488>.

Henry, Peter Blair. 2007. "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation." *Journal of Economic Literature* 45 (4): 887–935.

Herzer, Dierk. 2012. "How Does Foreign Direct Investment Really Affect Developing Countries' Growth?" *Review of International Economics* 20 (2): 396–414. doi:10.1111/%28ISSN%291467-9396/issues.

Holmstrom, Bengt, and Jean Tirole. 1996. "Private and Public Supply of Liquidity." NBER Working Paper 5817. National Bureau of Economic Research, Inc. <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/5817.html>.

IEO. 2005. *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization, Evaluation Report of the Independent Evaluation Office (IEO)*. Washington DC: The International Monetary Fund.

IIF. 2013. *Capital Flows to Emerging Market Economies*. Washington DC: Institute of International Finance (IIF). January 27.

IMF. 1997. "Communique' of the Interim Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund: The Liberalization of Capital Movements Under an Amendment of the IMF's Articles." Press Release Number 97/44, September 21, 1997. (Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/98/pdf/file11.pdf> as "Interim Committee Statement on Liberalization of Capital Movements Under an Amendment of the IMF's Articles, as Adopted, Hong Kong SAR, September 21, 1997.

IMF. 2010. *The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows*, IMF policy Paper, Washington DC: The International Monetary Fund.

IMF. 2012. *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*. Washington DC: The International Monetary Fund.

IMF. 2015. *Managing capital outflows - Further operational considerations*. IMF Guidance Note. Washington DC: The International Monetary Fund.

Ioannides, Yannis M., and Christopher A. Pissarides. 2015. "Is the Greek Crisis One of Supply or Demand?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1–21.

Jeanne, O., Subramanian, A. and Williamson, J. 2012. *Who Needs an Open Capital Account?*, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.

Jeanne, Olivier. c2012. *Who Needs to Open the Capital Account?* /. Washington, D.C. : Peterson Institute for International Economics,.

Jinjarak, Yothin, Ilan Noy, and Huanhuan Zheng. 2013. "Capital Controls in Brazil – Stemming a Tide with a Signal?" *Journal of Banking & Finance* 37 (8): 2938–52. doi:10.1016/j.jbankfin.2013.04.007.

Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei. 2006. "A Solution to Two Paradoxes of International Capital Flows."

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Vegh. 2004. "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies." Working Paper 10780. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w10780>.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Végh. 2004. "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies." *NBER/Macroeconomics Annual (MIT Press)* 19 (October): 11–53.

Kaminsky, Graciela, Amine Mati, and Nada Choueiri. 2009. "Thirty Years of Currency Crises in Argentina: External Shocks or Domestic Fragility?" *Economia: Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association* 10 (1): 81. doi:<http://www.cid.harvard.edu/Economia/contents.htm>.

Keynes, John Maynard. 1920. *The Economic Consequences of the Peace*. London: McMillan & Co.

Keynes, John Maynard. 1923. *A Tract on Monetary Reform*. London: McMillan & Co.

Keynes, John Maynard. 1930. *Treatise on Money*. London: McMillan & Co.

Kiong, Wong, and K. Jomo. 2005. "Before the Storm: The Impact of Foreign Capital Inflows on the Malaysian Economy, 1966–1996." *Journal of the Asia Pacific Economy* 10 (1): 56–69. doi:10.1080/1354786042000309071.

Klein, Michael W. 2003. "Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience." Working Paper 9500. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w9500>.

Koivu, Tuuli. 2002. "Does Financial Sector Development affect Economic Growth in Transition Countries?" *Bank of Finland*.

Koopmans, Tjalling C. 1967. "Objectives, Constraints, and Outcomes in Optimal Growth Models." *Econometrica* 35 (1): 1.

Kose, M. Ayhan, Kenneth Rogoff, Eswar Prasad, and Shang-Jin Wei. 2003. "Effects of Financial Globalization on Developing Countries." IMF Occasional Paper 220. International Monetary Fund. <http://ideas.repec.org/p/imf/imfocp/220.html>.

Laan, Cesar Rodrigues van der, André Moreira Cunha, and Tiago Wickstrom Alves. 2010. "External Financial Liberalization and Growth in Emerging Countries: A Panel Data Estimation Using a New Index (1990-2004)." *Journal of Post Keynesian Economics* 33 (2): 307–32.

Lane, Philip R. 2013. "Financial Globalisation and the Crisis." *Open Economies Review* 24 (3): 555–80.

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2001. "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries." *Journal of International Economics* 55 (2): 263–94.

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2008. "The Drivers of Financial Globalization." *American Economic Review* 98 (2): 327–32.

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004." *Journal of International Economics* 73 (2): 223–50.

Lane, Philip R., and Peter McQuade. 2014. "Domestic Credit Growth and International Capital Flows." *Scandinavian Journal of Economics* 116 (1): 218–52. doi:10.1111/%28ISSN%291467-9442/issues.

Leblang, David. 1997. Are Capital Controls Obsolete? Evidence from the Developed and Developing World, 1967–1986, *International Studies Quarterly*, Vol. 41, pp. 435–54.

Leblebicioglu, Asli, and Jessica Madariaga. 2015. "Financial Flows, Composition of Capital, and Growth." *IMF Economic Review* 63 (2): 325–52. doi:<http://www.palgrave-journals.com/imfer/archive/index.html>.

Leijonhufvud, Christina. 2007. "Financial Globalisation and Emerging Markets Volatility." *World Economy* 30 (12): 1817–42. doi:10.1111/j.1467-9701.2007.01077.x.

Levchenko, Andrei A., and Paolo Mauro. 2007. "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect against 'Sudden Stops'?" *World Bank Economic Review* 21 (3): 389–411. doi:<http://wber.oxfordjournals.org/content/by/year>.

Levine, Ross. 1997. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688–726.

Lewis, Arthur. 1954. Economic development with unlimited supplies of labour. *Manchester School of Economic and Social Studies* 22 (2):139–91.

Lewis, Michael. 2011. *Boomerang: Travels in the New Third World*. New York: W. W. Norton & Company.

Lucas, Robert E. 1990. "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review* 80 (2): 92–96.

MacDonald, Margaux. 2015. "Patterns of International Capital Flows and Productivity Growth: New Evidence." *Review of International Economics* 23 (5): 846–72. doi:10.1111/ISSN%291467-9396/issues.

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, and Esteban R. Vesperoni. 2014. "Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms." *Review of Development Economics* 18 (3): 415–30. doi:10.1111/ISSN%291467-9361/issues.

Mallaby, Sebastian. 2016. *Globalization Resets*. Finance & Development, December 2016, Vol. 53, No. 4, pp. 6-10.

Martin, Philippe, and Hélène Rey. 2006. "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?" *The American Economic Review* 96 (5): 1631–51.

Matsuyama, Kiminori. 2004. "Financial Market Globalization, Symmetry-Breaking and Endogenous Inequality of Nations." *Econometrica* 72 (3): 853–84.

Mcaleese, Dermot. 1968. "Capital Inflows and Direct Foreign Investment in Ireland 1952-1970." *Journal of the Statistical and Social Inquiry Society of Ireland* XXII: 63.

Mello, Luiz R. de, Jr. 1999. "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data." *Oxford Economic Papers* 51 (1): 133–51. doi:http://oep.oxfordjournals.org/content/by/year.

Mencinger, Joze. 2003. "Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth?" *Kyklos* 56 (4): 491–508.

Milesi-Ferretti, Gian-Maria, and Cédric Tille. 2011. "The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis." *Economic Policy* 26 (66): 285–342. doi:10.1111/j.1468-0327.2011.00263.x.

Miniane, Jacques. 2004. "A New Set of Measures on Capital Account Restrictions." *IMF Staff Papers* 51 (2). <http://ideas.repec.org/a/pal/imfstp/v51y2004i2p4.html>.

Minsky, Hyman P. 1992. "The Financial Instability Hypothesis." Working Paper 74, Jerome Levy Economics Institute, Annandale on Hudson, NY.

Minsky, Hyman P. 2008 [1986]. *Stabilizing an Unstable Economy*, eds. Dimitri B. Papadimitriou and L. Randall Wray. New York: McGraw Hill.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48 (3): 261.

Montiel, Peter J. 2014. "Capital Flows: Issues and Policies." *Open Economies Review* 25 (3): 595–633. doi:http://link.springer.com/journal/volumesAndIssues/11079.

Moore, Winston. 2014. "Managing the Process of Removing Capital Controls: What Does the Literature Suggest?" *Journal of Economic Surveys* 28 (2): 209–37. doi:10.1111/j.1467-6419.issues.

Mundell, R. 1961a. The international disequilibrium system, *Kyklos*, 14, pp. 154–172.

Mundell, R. 1961b. A theory of optimum currency areas, *American Economic Review*, 51, pp. 509-517.

Mundell, R. 1962. The appropriate use of monetary and fiscal policy under fixed exchange rates, *International Monetary Fund Staff Papers*, 9, pp. 70-79.

Mundell, R. 1963. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, pp. 475-485.

Murshid, Antu Panini, and Ashoka Mody. 2011. "Growth From International Capital Flows." IMF Working Paper 11/90. International Monetary Fund. <http://ideas.repec.org/p/imf/imfwp/11-90.html>.

Nair, Lekshmi R. 2012. "Policy Disciplining Effect of Capital Account Openness in India." *Transition Studies Review* 19 (1): 43–57. doi:10.1007/s11300-012-0229-3.

Nembhard, Jessica Gordon. 1996. *Capital Control, Financial Regulation, and Industrial Policy in South Korea and Brazil*. Santa Barbara, CA: Praeger.

Nicolini, Marcella, and Laura Resmini. 2010. "FDI Spillovers in New EU Member States." *The Economics of Transition* 18 (3): 487–511.

Niranjan, R. 2013. "Foreign Capital and Industrial Growth in India: An Empirical Analysis." *Indian Journal of Economics and Business* 12 (1): n/a.

Nurkse, R. 1961. *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*, New York: Oxford University Press.

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff. 1995. "Exchange Rate Dynamics Redux." *Journal of Political Economy* 103 (3): 624–60. doi:<http://www.jstor.org/action/showPublication?journalCode=jpoliecon>.

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff. 2000. "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?" *NBER/Macroeconomics Annual (MIT Press)* 15 (1): 339–90. doi:10.1162/08893360052390428.

Obstfeld, Maurice, and Kenneth S. Rogoff. 1996. *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, Mass: The MIT Press. <http://ezproxy.cul.columbia.edu/login?url=http%3a%2f%2fsearch.ebscohost.com%2flogin.aspx%3fdirect%3dtrue%26db%3dnlbk%26AN%3d1452%26site%3dehost-live%26scope%3dsite>.

Obstfeld, Maurice. 1982. "Aggregate Spending and the Terms of Trade: Is There a Laursen-Metzler Effect?" *Quarterly Journal of Economics* 97 (2): 251–70.

Obstfeld, Maurice. 2009. "International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?" Working Paper 14691. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w14691>.

Ohanian, Lee E, and Mark L. J Wright. 2010. "Capital Flows and Macroeconomic Performance: Lessons from the Golden Era of International Finance." *American Economic Review* 100 (2): 68–72. doi:10.1257/aer.100.2.68.

Oplotnik, Zan. 2003. "Capital Flows Adjustment Policy in Slovenia: Assessment of Design and Efficiency." *Post-Communist Economies* 15 (2): 209–25. doi:<http://www.tandfonline.com/loi/cpce20>.

Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani, and Davide Furceri. 2016. "Neoliberalism: Oversold?" *Finance and Development* 53 (2): 38–41. doi:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fda.htm>.

Petkovski, Mihail & Jordan Kjosevski. 2014. "Does banking sector development promote economic growth? An empirical analysis for selected countries in Central and South Eastern Europe", *Economic Research* Vol. 27, No. 1, pp. 55-66.

Pintus, Patrick A. 2011. "International Capital Flows, Debt Overhang and Volatility." *International Journal of Economic Theory* 7 (4): 301–15. doi:10.1111/%28ISSN%291742-7363/issues.

Porzecanski, Roberto, and Kevin P. Gallagher. 2007. "Economic Reform and Foreign Direct Investment in Latin America a Critical Assessment." *Progress in Development Studies* 7 (3): 217–33. doi:10.1177/146499340700700303.

Prasad, Eswar S., and Raghuram G. Rajan. 2008. "A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization." *Journal of Economic Perspectives* 22 (3): 149–72.

Prasad, Eswar S., Raghuram G. Rajan, and Arvind Subramanian. 2007. "Foreign Capital and Economic Growth." *Brookings Papers on Economic Activity* 38 (1): 153–230.

Quinn, Dennis P., and A. Maria Toyoda. 2008. "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?" *Review of Financial Studies* 21 (3): 1403–49.

Quinn, Dennis, Martin Schindler, and A. Maria Toyoda. 2011. "Assessing Measures of Financial Openness and Integration." *IMF Economic Review* 59 (3): 488–522.

Ramirez, Miguel D., and Zsófia Kőműves. 2014. "Economic Infrastructure, Private Capital Formation, and FDI Inflows to Hungary: A Unit Root and Cointegration Analysis with Structural Breaks." *Atlantic Economic Journal* 42 (4): 367–82. doi:10.1007/s11293-014-9436-0.

Reddy, S., 2011. Emerging nations reject capital plan: IMF delays program to help countries manage short-term inflows; as Geithner blames China, others blame the Fed. *Wall Street Journal*, 4/18/2011.

Rey, Helene. 2016. "International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma." *IMF Economic Review* Vol. 64, No. 1, pp. 6-35.

Rey, Helene. 2013. "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium (2013).

Reinhardt, Dennis, Luca Antonio Ricci, and Thierry Tresselt. 2013. "International Capital Flows and Development: Financial Openness Matters." *Journal of International Economics* 91 (2): 235–51. doi:10.1016/j.jinteco.2013.07.006.

Reinhardt, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.

Reinhardt, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2010. "Growth in a Time of Debt." *American Economic Review* 100 (2): 573–78.

Reinhardt, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 101 (5): 1676–1706.

Reserve Bank of India (2006). *Report of the committee on fuller capital account convertibility*. Dr: Tarapore, Chairman.

Rodrik Dani (ed.). 1998. *Who Needs Capital-Account Convertibility? Princeton Studies in International Finance*. Princeton University Press: Princeton.

Rodrik, Dani, and Arvind Subramanian. 2009. "Why Did Financial Globalization Disappoint?" *IMF Staff Papers* 56 (1): 112–38.

Rodrik, Dani. 1997. *Has Globalization Gone too Far?*. Washington D.C.: Institute of International Economics.

Rodrik, Dani. 2000. "How Far Will International Economic Integration Go?" *Journal of Economic Perspectives* 14 (1): 177–86.

Roubini, Nouriel, and Stephen Mihm. 2011. *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. S.I.: Penguin.

Sa, Filipa, Pascal Towbin, and Tomasz Wieladek. 2014. "Capital Inflows, Financial Structure and Housing Booms." *Journal of the European Economic Association* 12 (2): 522–46. doi:10.1111/%28ISSN%291542-4774/issues.

Sachs, J. 1984. "Theoretical issues in international borrowing." International Finance Section, Department of Economics. Princeton: Princeton University.

Sachs, Jeffrey D. 1981. "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s." *Brookings Papers on Economic Activity* 12 (1): 201–82.

Sahoo, Kalpana, and Narayan Sethi. 2015. "Linkages between Foreign Capital, Domestic Capital and Economic Growth in India." *Journal of International Economics* (0976-0792) 6 (2): 71–82.

Sarangi, Unmana. 2012. "Role of IMF and World Bank in Global Macroeconomic Stability." *Journal of International Economics* (0976-0792) 3 (1): 31–43.

Schularick, Moritz. 2006. "A Tale of Two 'globalizations': Capital Flows from Rich to Poor in Two Eras of Global Finance." *International Journal of Finance & Economics* 11 (4): 339–54. doi:10.1002/ijfe.302.

Shen, Chung-Hua, Chien-Chiang Lee, and Chi-Chuan Lee. 2010. "What Makes International Capital Flows Promote Economic Growth? An International Cross-Country Analysis." *Scottish Journal of Political Economy* 57 (5): 515–46. doi:10.1111/%28ISSN%291467-9485.

Shleifer, Andrei, and Daniel Wolfenzon. 2002. "Investor Protection and Equity Markets." *Journal of Financial Economics* 66 (1): 3–27.

Singh, Harinam, and Mohd. Muzammil. 2010. "Capital Inflows and Exchange Rate Variations Under Economic Reforms in India." *IUP Journal of Applied Economics* 9 (3): 72–84.

Sládk, Torsten, Hali J. Edison, Luca Antonio Ricci, and Ross Levine. 2002. "International Financial Integration and Economic Growth." IMF Working Paper 02/145. International Monetary Fund. <http://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/02-145.html>.

Spilimbergo, Antonio, Alessandro Prati, and Jonathan Ostry. 2009. "Structural Reforms and Economic Performance in Advanced and Developing Countries," 100–100. doi:<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=22594>.

Stiglitz, J. 2016. *The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe*. New York: W. W. Norton & Company.

Stiglitz, Joseph E. 2010. "Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May Be Undesirable." *American Economic Review* 100 (2): 388–92.

Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *The American Economic Review* 71 (3): 393–410.

Stulz, René M. 2005. "The Limits of Financial Globalization." *Journal of Finance* 60 (4): 1595–1638.

Sula, Ozan, and Thomas D. Willett. 2009. "The Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets." *Emerging Markets Review* 10 (4): 296–310. doi:10.1016/j.ememar.2009.08.001.

Summers, Lawrence H. 2000. "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures." *American Economic Review* 90 (2): 1–16.

Suresh, Anli. 2013. "Capital Account Liberalization in India-A Cautious and Calibrated Approach." *Anvesha* 6 (1): 29–36.

Tamirisa, Natalia T. 1999. "Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade." IMF Staff Papers 46 (1). <http://ideas.repec.org/a/pal/imfstp/v46y1999i1p4.html>.

Tamirisa, Natalia T., and R. B. Johnston. 1998. "Why Do Countries Use Capital Controls?" IMF Working Paper 98/181. International Monetary Fund. <http://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/98-181.html>.

Thompson, Henry. 2008. "Economic Growth with Foreign Capital." *Review of Development Economics* 12 (4): 694–701.

Tille, Cedric. 2012. "Sailing through This Storm? Capital Flows in Asia during the Crisis." *Pacific Economic Review* 17 (3): 467–88. doi:10.1111/%28ISSN%291468-0106/issues.

Tobin, J. 1978. A proposal for international monetary reform, *Eastern Economic Journal*, 4, pp. 153–159.

Tobin, James. 2001. "Financial Globalization." SSRN Scholarly Paper ID 253001. Rochester, NY: Social Science Research Network. <http://papers.ssrn.com/abstract=253001>.

Warnock, Francis E., and Veronica Cacad Warnock. 2009. "International Capital Flows and U.S. Interest Rates." *Journal of International Money and Finance* 28 (6): 903–19. doi:10.1016/j.jimonfin.2009.03.002.

Wongswan, Jon. 2009. "The Response of Global Equity Indexes to U.S. Monetary Policy Announcements." *Journal of International Money and Finance* 28 (2): 344–65. doi:10.1016/j.jimonfin.2008.03.003.

Yao, Shujie, Pan Wang, Jing Zhang, and Jinghua Ou. 2016. "Dynamic Relationship between China's Inward and Outward Foreign Direct Investments." *China Economic Review* (1043951X) 40 (September): 54–70. doi:10.1016/j.chieco.2016.05.005.

Zhang, Kevin Honglin. 2001. "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth in China?" *Economics of Transition* 9 (3): 679–93. doi:10.1111/%28ISSN%291468-0351/issues.

Агенор, Пјер Ричард и Питер Монтиел (2012). *Развојна макроекономија*. Скопје: Арс Ламина.

Ван Хорн, Џ. 2008. *Каматните стапки и текови на финансискиот пазар*, Шесто издание, Скопје: Институт за истражување на економски политики (Превод од англиски јазик).

Кругман, П. и М. Обстфелд. 2009. *Меѓународна економија: Теорија и политика*, Осмо издание, Скопје: Табернакул (Превод од англиски јазик).

Мишкин, Ф. 2010. *Економија на пари, банкарство и финансиски пазари*, Осмо издание, Скопје: Магор (Превод од англиски јазик).

Петковски, М. 2009. *Финансиски пазари и институции*, Второ издание, Скопје: Економски факултет, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ во Скопје.

Прилог бр. 1: Групи на економии Развиени економии (36)

Австралија, Австрија, Белгија, Канада, Кипар, Чешка Република, Данска, Естонија, Финска, Франција, Германија, Грција, Хонг Конг, Исланд, Ирска, Израел, Италија, Јапонија, Јужна Кореја, Латвија, Луксембург, Малта, Холандија, Нов Зеланд, Норвешка, Португалија, Сан Марино, Сингапур, Словачка, Словенија, Шпанија, Шведска, Швајцарија, Тајван (НР Кина), Велика Британија и САД.

Економии во развој (128)

Земји во подем и земји во развој од Азија (29)

Бангладеш, Буган, Брунеи Дарусалем, Камбоџа, НР Кина, Фиџи, Индија, Индонезија, Кирибати, Лао, Малезија, Малдиви, Маршалски Острови, Микронезија, Монголија, Мјанмар, Непал, Пал'ау, Пап'уа Нова Гвин'еја, Филипини, Сам'оа, Соломонски Острови, Шри Ланка, Тајланд, Тимор Лесте, Тонга, Тув'алу, Вануату и Виетнам.

Латинска Америка и Кариби (32)

Антигва и Барбуда, Аргентина, Бахами, Барбадос, Белизе, Боливија, Бразил, Чиле, Колумбија, Костарика, Доминика, Доминиканска Република, Еквадор, Ел Салвадор, Гренада, Гватемала, Гвајана, Хаити, Хондурас, Јамајка, Мексико, Никарагва, Панама, Парагвај, Перу, Св. Китс и Невис, Санта Луција, Св. Винсент и Гренадини, Суринам, Тринидад и Тобаго, Уругвај и Венецуела.

Блиски Исток, Северна Африка, Авганистан и Пакистан (22)

Авганистан, Алжир, Бахреин, Џибути, Египет, Иран, Ирак, Јордан, Катар, Кувајт, Либан, Либија, Мавританија, Мароко, Оман, Пакистан, Саудиска Арабија, Судан, Сирија, Тунис, Обединети Арапски Емирати и Јемен.

Супсахарска Африка (45)

Ангола, Бенин, Боцвана, Буркина Фасо, Бурунди, Кабо Верде, Камерун, Централна Африканска Република, Чад, Коморос, Демократска Република Конго, Република Конго, Брег на Слоновата Коска, Екваторска Гвинеја, Еритреја, Етиопија, Габон, Гамбија, Гана, Гвин'еја, Гвин'еја Бис'ао, Кенија, Лесото, Либерија, Мадагаскар, Малави, Мали, Маурициус, Мозамбик, Намибија, Нигер, Нигерија, Руанда, Сао Томе и Принсипе, Сенегал, Сејшели, Сиера Леоне, Јужна Африка, Јужен Судан, Свазиленд, Танзанија, Того, Уганда, Замбија и Зимбабве.

Економии во транзиција (25)

Земји во подем и земји во развој од Европа (13)

Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарија, Хрватска, Косово, Литванија, Македонија, Црна Гора, Полска, Романија, Србија и Турција.

Заедница на независни држави (12)

Ерменија, Азербејџан, Белорусија, Грузија, Казахстан, Киргистан, Молдавија, Русија, Таджикистан, Туркменистан, Украина и Узбекистан.